




O grande
reajustamento
das taxas de juro:
adaptação das
carteiras para
um novo regime
monetário

Perspetivas
para 2023



Principais Mensagens para 2023

Página 4



Estratégias de investimento após o grande reajustamento das taxas de juro

Página 6



Em profundidade:

01 O grande reajustamento da taxa de juro
Pág. 8

02 O caminho para a estabilidade monetária
Página 16

03 À espera da mudança dos ativos cíclicos
Página 24

A recomposição das carteiras após o grande reajustamento das taxas de juro

Nas últimas décadas, temos desfrutado de um contexto de estabilidade de preços e taxas de juro baixas. Esta realidade foi agora estruturalmente abalada por valores de inflação acima dos 10%. Como os bancos centrais foram forçados a aumentar agressivamente as taxas de juro para controlar a subida da inflação, aquilo que será o impacto de um efeito negativo sobre o crescimento é algo que ainda está para se ver nos próximos trimestres. Embora este **cenário complexo exija uma estratégia inicial de investimento cautelosa**, acreditamos que as **bases para uma recuperação do mercado estão a ser lançadas em 2023 em duas etapas distintas**.

A inflação está a atingir um ponto de inflexão em algumas das suas componentes e em algumas geografias. Este marco é o ponto de partida para **a primeira etapa da recuperação: a estabilidade monetária**. A confirmação de que **o pico da inflação já foi atingido pode levar a uma pausa nas subidas das taxas de juro, o que daria início ao processo de recuperação nos mercados obrigacionistas**. Os investidores estão a prever o fim dos aumentos das taxas de juro num horizonte de curto-médio prazo e estão a começar a **apreciar o facto de as taxas de juro sem risco se encontrarem mais elevadas**. As avaliações dos ativos foram profundamente afetadas por estas decisões de política monetária, mas estes aumentos permitiram que os mercados virassem a página após o longo período de taxas de juro artificialmente ultrabaixas.

A segunda etapa da recuperação está prevista para acontecer no segundo semestre de 2023, assim que os bancos centrais sinalizarem uma mudança na política monetária, e o mercado irá provavelmente experimentar alguma volatilidade entre a pausa nas taxas de juro e o pivot. Estas retrações do mercado poderão assim ser utilizadas para aumentar o peso dos ativos cíclicos (ações e crédito de elevado rendimento), que são mais sensíveis à recuperação económica. A história tem-nos ensinado que os mercados estão voltados para o futuro e antecipam eventos, portanto **recomendamos que se preste muita atenção aos sinais de recuperação**, à medida que a política monetária mude e os principais indicadores de atividade económica batam no fundo.

A transição de uma fase da recuperação para a outra não irá acontecer sem imprevistos. Neste relatório, apresentamos em pormenor alguns dos riscos que podem atrasar a recuperação e que devem ser monitorizados. No entanto, **este foco no curto prazo pode distrair-nos e fazer-nos negligenciar a importância de estarmos expostos a oportunidades de crescimento de longo prazo**. O mundo está a enfrentar mudanças de enorme significado estratégico que estão a gerar oportunidades em áreas-chave ligadas à inovação (ESG em geral, transição energética, biomedicina, inteligência artificial, agricultura sustentável, etc.). De igual forma, as estratégias alternativas de investimento — com ênfase nos mercados privados — mantêm a sua atratividade de longo prazo como diversificadoras de portfólio. Mais do que nunca, **é fundamental equilibrar a visão de curto e de longo prazo na gestão de investimentos**. Os nossos consultores estarão disponíveis para sugerir oportunidades de investimento personalizadas à medida que as taxas forem reajustadas e os mercados redefinirem valores.

Obrigado mais uma vez por confiar em nós em relação às suas necessidades de planeamento de investimentos, financiamento e no sector imobiliário.



Víctor Matarranz
Diretor Global
Divisão de Gestão de Património e Seguros do Santander



Principais Mensagens para 2023

O grande reajustamento das taxas de juro

Um novo regime de políticas após o choque

A acentuada subida da inflação não se deve apenas à invasão da Ucrânia, mas é também o resultado de grandes mudanças estruturais na economia (maior rigidez no mercado de trabalho, transição energética, etc.) e na geopolítica (pausa na globalização).

O atual processo de recalibração das políticas monetárias irá provavelmente conduzir-nos a um novo contexto de taxas de juro. O futuro nível de equilíbrio das taxas de juro será provavelmente mais elevado do que na década anterior e dependerá mais da dinâmica do mercado do que das intervenções dos bancos centrais.

Os mercados irão ajustar-se ao novo contexto de taxas de juro

O nosso cenário de base prevê um processo de ajustamento que já estará na sua fase final do ponto de vista monetário. Acreditamos que estamos próximos de taxas terminais e que o nível de restrições monetárias refletido nas curvas será suficiente para mudar a trajetória da inflação. Esta fase de estabilização monetária irá provavelmente durar durante a maior parte de 2023, uma vez que não esperamos um corte nas taxas de juro até que haja sinais claros de que a inflação está sob controle. As boas notícias virão primeiro para os ativos defensivos (obrigações) e depois para os ativos cíclicos (ações e títulos de elevado rendimento).

O caminho para a estabilidade monetária

Primeiros sinais de pico da inflação durante o primeiro trimestre de 2023

A mensagem dos bancos centrais é clara: a prioridade no atual contexto é sacrificar o crescimento económico em prol da estabilidade de preços.

Ao analisar a dinâmica da inflação e ao distinguir entre os seus diferentes componentes, podemos observar dois desenvolvimentos positivos: tensões decrescentes nos preços de bens e expectativas de inflação ancoradas. Embora se esperem notícias positivas sobre as leituras da inflação para breve, a batalha pela estabilidade monetária irá provavelmente ser prolongada. A pausa nos aumentos de juros parece próxima, mas a mudança em direção à flexibilização monetária levará mais tempo.

O valor regressa aos mercados obrigacionistas

O reajustamento da política monetária tem sido dolorosa, mas olhando para o futuro esse reajustamento oferece dois benefícios positivos para quem investe em obrigações: maior diversificação para a construção da carteira e rendimentos mais elevados até ao vencimento. O contexto monetário voltou a ser favorável para investimentos em obrigações após um logo período de taxas artificialmente baixas. A disciplina do mercado voltou para a avaliação das obrigações e os rendimentos estão novamente a fazer sentido, uma vez que a ação de compra dos bancos centrais foi retirada. O rendimento das obrigações voltou e estas voltaram a entrar em jogo.

Vigilantes quanto à mudança cíclica

Há riscos de recessão, mas é improvável que haja uma crise

A política monetária restritiva, o custo do crédito mais elevado, a crise do custo de vida e a elevada incerteza irão certamente prejudicar o crescimento em 2023. Há um consenso entre economistas que já aponta para uma elevada probabilidade de contração do PIB em diversos países (principalmente na Europa). Em contrapartida, o sector privado está a partir de elevados níveis de poupança e o sector bancário desfruta de sólidos índices de solvência.

Esperamos um contexto complexo para o crescimento em 2023, mas não detetamos fatores que possam desencadear uma crise como a de 2000 ou 2008.

Os prémios de risco ainda podem aumentar durante o período de retração

Os prémios de risco têm aumentado, uma vez que os investidores incorporaram uma probabilidade maior de uma forte desaceleração económica. Neste relatório, analisamos o ajustamento nos prémios de risco de ativos cíclicos (aqueles que são sensíveis ao ciclo económico, como as ações) no contexto de episódios anteriores de contrações económicas.

Mantemos uma inclinação cautelosa na nossa distribuição de ativos, uma vez que os ativos de risco podem enfrentar ventos contrários e maior volatilidade durante a próxima desaceleração económica. No entanto, os investidores têm de estar atentos à mudança cíclica, uma vez que as oportunidades de compra dificilmente acontecem em momentos de otimismo.



Estratégias de investimento após o grande reajustamento das taxas de juro

Capturar o valor da curva de rendimentos no curto prazo

Os bancos centrais — com a FED e os mercados emergentes à cabeça — têm acelerado o processo de aumento das taxas de juro e os mercados esperitam o momento de estas estabilizarem. Há valor nas obrigações de curto-médio prazo e existem **soluções de investimento (fundos e produtos estruturados) que nos permitem antecipar as restantes subidas das taxas descontadas pelo mercado.**

Os aumentos das taxas de juro foram os vilões dos mercados em 2022, mas daqui para a frente oferecem uma base de rendimento seguro. **Os investidores conservadores celebram o facto de a liquidez ter deixado de ser penalizada.**

Mais construtivos quanto aos riscos das taxas de juro

O processo de ajuste do contexto de taxas ultrabaixas está quase no fim. **As surpresas da inflação devem tornar-se positivas nos próximos trimestres, o que pode oferecer uma oportunidade para se aumentar a duração nas carteiras de obrigações.** Estamos em crer que a maior parte do ajuste dos principais ativos já ocorreu. A subida extraordinária das yields das obrigações de maturidade longa confere mais uma vez aos títulos de longo prazo a capacidade de mitigar choques negativos no restante património. **O regresso da capacidade de diversificação das obrigações é, para os investidores, o lado bom desse grande ajustamento das taxas de juro.**

Manter a exposição a ativos reais, uma vez que a inflação veio para ficar

Embora esperemos um ponto de inflexão nas tensões de preços, estamos em crer que daqui para frente há **mudanças estruturais que irão conduzir a um nível de inflação mais elevado do que nas últimas décadas.** Manter a exposição a ativos reais (ações e imóveis) para gerar retornos ajustados pela inflação a médio prazo (dividendos e rendimentos). Vemos oportunidades em setores e empresas com capacidade de manterem margens resilientes na fase de ajustamento cíclico. O acentuado ajustamento das avaliações melhora as perspetivas de retorno futuro nos mercados privados, uma vez que os gestores têm uma quantidade recorde de liquidez nos seus fundos.

Manter o foco em retornos seguros na exposição a obrigações de empresas

A deterioração das expectativas de crescimento global e a elevada probabilidade de recessão (mais ou menos técnica) exigem uma abordagem cautelosa na **gestão do risco de crédito.** No entanto, o mercado já descontou um elevado grau de pessimismo e **os spreads de crédito começam a compensar a expectável degradação das condições financeiras.**

Consideramos os níveis atuais de yields de títulos corporativos como sendo atrativos nas tranches de elevada qualidade de crédito. **O risco de deter obrigações de empresas com balanços fortes é baixo e é bem remunerado. Os prémios de risco de crédito situam-se em níveis apenas vistos em recessões profundas e eventos sistémicos.**

A FED muda no sentido de sinalizar uma inclinação mais pró-cíclica nas carteiras

As previsões consensuais de crescimento de resultados ainda parecem demasiado otimistas no contexto de economias em forte desaceleração. Da nossa parte continuamos cautelosos na alocação de ativos para ações, **aguardando novos progressos nas revisões de resultados.** Estimamos um risco menor de diminuição de lucros em ações dos EUA e em sectores como bens de primeira necessidade, saúde e energia.

No entanto, **as avaliações são já atrativas comparativamente com as médias históricas.** Estaremos atentos em relação a qualquer mudança no viés da FED no sentido de um posicionamento em áreas mais arriscadas em termos de obrigações (mercados emergentes e as especulativas ou High Yield).

Investir em inovação em saúde, energia e sustentabilidade

Os temas da inovação sofreram bastante com o ajustamento nas avaliações das ações, pois são mais sensíveis à subida das taxas de juro. Num contexto de maior estabilidade das taxas, os mercados voltarão a apostar no elevado potencial de crescimento das empresas inovadoras.

Acreditamos que as maiores oportunidades se situam nas áreas da biotecnologia, transição energética, cibersegurança, tecnologia alimentar, robótica e sustentabilidade. Destacamos em particular o potencial de crescimento das energias renováveis dada a prioridade global em garantir o fornecimento de energia de forma sustentável.



Em profundidade:

01 O grande reajustamento das taxas de juro

Um novo regime de políticas após o choque

A acentuada subida da inflação não se deve apenas à invasão da Ucrânia, mas é também o resultado de grandes mudanças estruturais na economia (maior rigidez no mercado de trabalho, transição energética, etc.) e na geopolítica (pausa na globalização).

O atual processo de recalibração das políticas monetárias irá provavelmente conduzir-nos a um novo contexto de taxas de juro. O futuro nível de equilíbrio das taxas de juro será provavelmente mais elevado do que na década anterior e dependerá mais da dinâmica do mercado do que das intervenções dos bancos centrais.

Os mercados irão ajustar-se ao novo contexto de taxas de juro

O nosso cenário de base prevê um processo de ajustamento que já estará na fase final do ponto de vista monetário. Acreditamos que estamos próximos de atingir o pico de taxas de juro, e o que está refletido nas curvas de rendimentos será suficiente para mudar a trajetória da inflação. Esta fase de estabilização monetária irá provavelmente manter-se durante a maior parte de 2023, uma vez que não esperamos um corte nas taxas de juro até que haja sinais claros de que a inflação está sob controle. As boas notícias virão primeiro para os ativos defensivos (obrigações) e depois para os ativos cíclicos (ações e títulos de elevado rendimento).

2022: Um ano chocante para os investidores

Até o final de 2021, a volatilidade macroeconómica parecia uma coisa do passado, com a inflação persistentemente baixa e os bancos centrais a amortecerem os choques de mercado com injeções massivas de liquidez. Faltou certamente disciplina orçamental, uma vez que foram projetados enormes déficits para mitigar os efeitos deflacionistas da pandemia e da crise financeira.

O ano de 2022 tem constituído um despertar repentino. Os agentes económicos e os investidores tiveram de se adaptar a uma nova realidade à medida que se tornaram patentes as múltiplas ramificações da invasão da Ucrânia sobre a economia real e financeira. É difícil apresentar uma lista de todos os aspetos em que o cenário mudou radicalmente: inflação de dois dígitos, preocupações com a escassez de energia, emergências alimentares, tensões geopolíticas, mudanças radicais na política monetária ou eventos de falta de liquidez.

No gráfico abaixo, destacamos alguns dos eventos mais importantes que afetaram os mercados globais de ações e obrigações em 2022. O impacto cumulativo destas surpresas negativas resultou em quedas generalizadas de quase 20% nos principais índices de ações e obrigações. O aspeto mais significativo deste comportamento do mercado não está na magnitude do ajustamento, mas no seu efeito generalizado tanto sobre as carteiras conservadoras como sobre as mais agressivas. A tradicional diversificação entre ações e obrigações não funcionou porque o aumento da inflação atingiu indiscriminadamente todos os ativos.

O ano de 2022 será recordado como o ano em que as taxas de juro se ajustaram a um novo normal

O mercado sofreu os efeitos de uma tempestade perfeita com profundos efeitos estagflacionistas

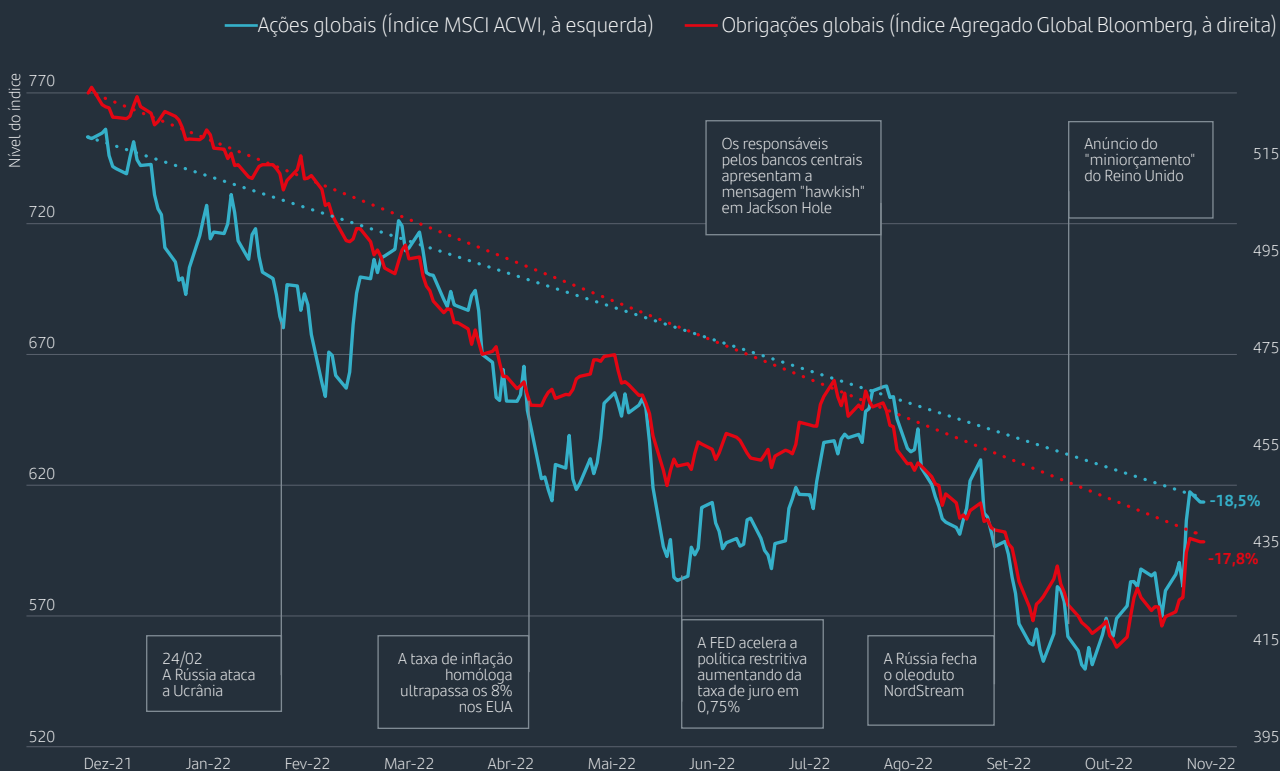
A inflação negativa e as surpresas da desaceleração atingiram tanto as ações como as obrigações

O ano de 2022 será recordado como o ano do ajustamento dos juros

2022: A invasão da Ucrânia desencadeou uma tempestade perfeita para os mercados

Fonte: Bloomberg e informação interna. Dados em 15/11/2022

Os choques das taxas de juro e da inflação afetam as avaliações de ativos de forma transversal



em que a inflação voltou a estar em destaque. É este o motivo pelo qual intitulámos o relatório "O grande reajustamento das taxas de Juro", por ser esta a principal causa desta profunda reversão do mercado. Depois de um longo período em que a volatilidade macroeconómica foi amortecida pelas ações dos bancos centrais, os investidores estão agora a despertar para uma nova normalidade em que terão de estar atentos aos desequilíbrios macroeconómicos.

Os gráficos abaixo **comparam – numa perspetiva histórica – os retornos em 2022 dos mercados obrigacionistas e de ações**. Usamos os mercados dos EUA como referência, uma vez que nos permitem rastrear dados até à década de 70. Olhando para o histograma de retornos ao longo do ano civil no mercado de ações dos EUA (S&P 500), podemos ver a magnitude do ajustamento. No entanto, ao mesmo tempo vemos que há precedentes em crises anteriores, como as que se viveram em 1974, a bolha das Dot.com em 2001 e a crise financeira de 2008. Se fizermos o mesmo exercício de comparação histórica com os retornos dos índices de obrigações, vemos um comportamento de mercado inédito. **Uma correção de mais de 10% nos mercados obrigacionistas globais estabelece um recorde de 50 anos**. O grande reajustamento das taxas de juro teve um impacto extraordinariamente negativo sobre os investidores de obrigações por dois motivos: a magnitude subidas de taxas de juro e o ponto de partida ultrabaixo das yields. A yield média do mercado de obrigações na Zona Euro há doze meses estava abaixo de 0,5% (1% adicional para obrigações dos EUA) e, ao mesmo tempo, a duração média das obrigações emitidas estava próxima de máximos históricos. **O choque inflacionista e o consequente ajustamento das taxas de juro ocorreram no pior contexto possível para os investidores em obrigações**, uma vez que foi desencadeado num momento de máxima sensibilidade aos movimentos das taxas (longa duração) e mínima capacidade de absorção de perdas (níveis de rendimentos ultrabaixos).

O ambiente de mercado mais complexo para gestores e consultores de carteiras de investimento é

Em 2022, os bancos centrais aumentaram as taxas ao ritmo mais rápido em várias décadas. Será em 2023 que a maior parte do efeito económico se irá sentir

Definir este ano como algo terrível para as obrigações está longe de ser um exagero

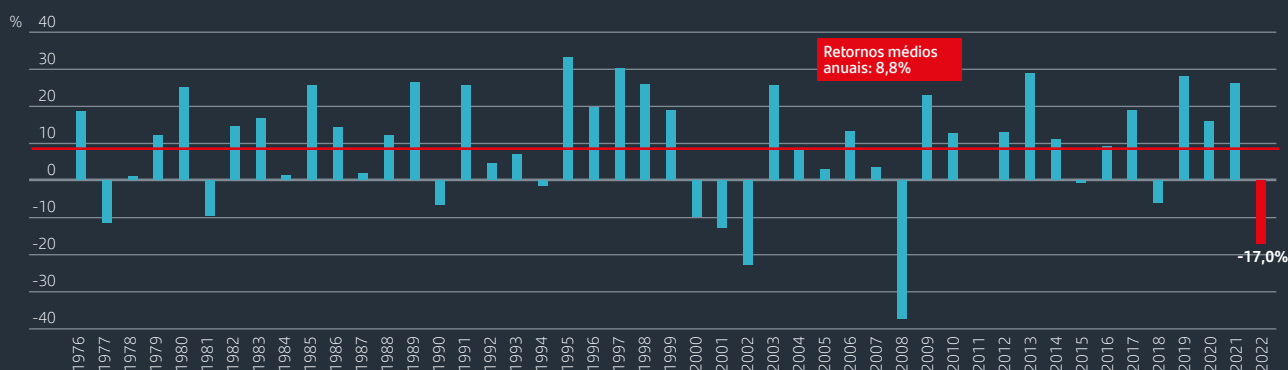
O choque monetário ocorreu no pior momento possível para as obrigações, com rentabilidade inicial mínima e duração muito longa (sensibilidade à taxa)

Retornos negativos em 2022 tanto para ações como para obrigações

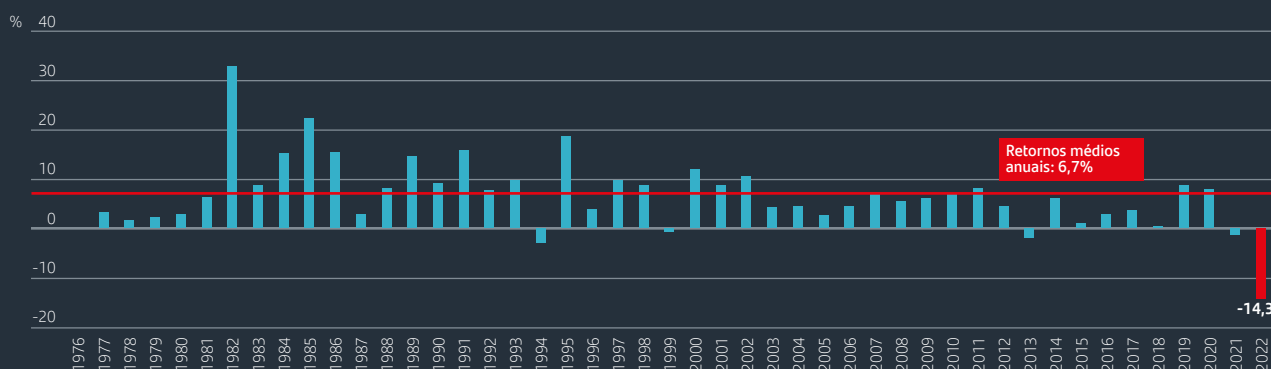
Fonte: Bloomberg. Dados de 15/11/2022

As quedas no mercado de obrigações são as mais acentuadas desde 1970

Retornos anuais das ações nos Estados Unidos (S&P 500)



Retornos anuais das obrigações nos EUA (Bloomberg EUA Índice USD Agregado)



aquele em que os dois pilares fundamentais das carteiras de investimentos tradicionais (obrigações e ações) sofrem correções simultâneas. A tradicional correlação inversa entre ações e obrigações é a pedra angular da construção da carteira, mas foi interrompida com o aumento da inflação.

Outro impulsionador da complexidade tem sido a elevada sensibilidade aos movimentos das taxas de juro como resultado das políticas monetárias expansionistas da última década. Em particular, vale a pena destacar a mudança na função de reação das obrigações quando as taxas de juro estão próximas de zero. Nesses níveis, os movimentos descendentes são muito limitados, enquanto a margem para aumentos das taxas de juro é maior. **A volatilidade e a liquidez dos mercados obrigacionistas estão a ser profundamente alteradas pela reversão das políticas de compra de ativos dos bancos centrais.** As políticas monetárias ultra acomodáticas (tendo como referência o quantitative easing) tiveram um efeito positivo temporário sobre as economias e os mercados, mas a sua retirada está a ter um impacto igualmente significativo e negativo.

O gráfico abaixo mostra a dificuldade em gerir o impacto de um choque de inflação como o atual nas decisões de alocação de ativos nas carteiras. **Os dois únicos ativos que tiveram retornos positivos neste contexto de subida da inflação e deterioração das expectativas de crescimento foram o dólar norte americano e as commodities.** Além das perdas acima mencionadas em ações e obrigações, tem havido reduções significativas em imóveis cotados e em obrigações indexadas à inflação devido à sua elevada sensibilidade às taxas de juro. A surpreendente falta de proteção dos metais preciosos também não ajudou. Passado o choque inicial, ativos como ações e imobiliário têm mostrado historicamente uma capacidade para gerar retornos positivos em ambientes inflacionistas.

No gráfico abaixo ilustramos o histórico da inflação e das taxas de juro nas economias desenvolvidas

Uma correlação positiva entre obrigações e ações aumenta a volatilidade e o risco de carteiras equilibradas

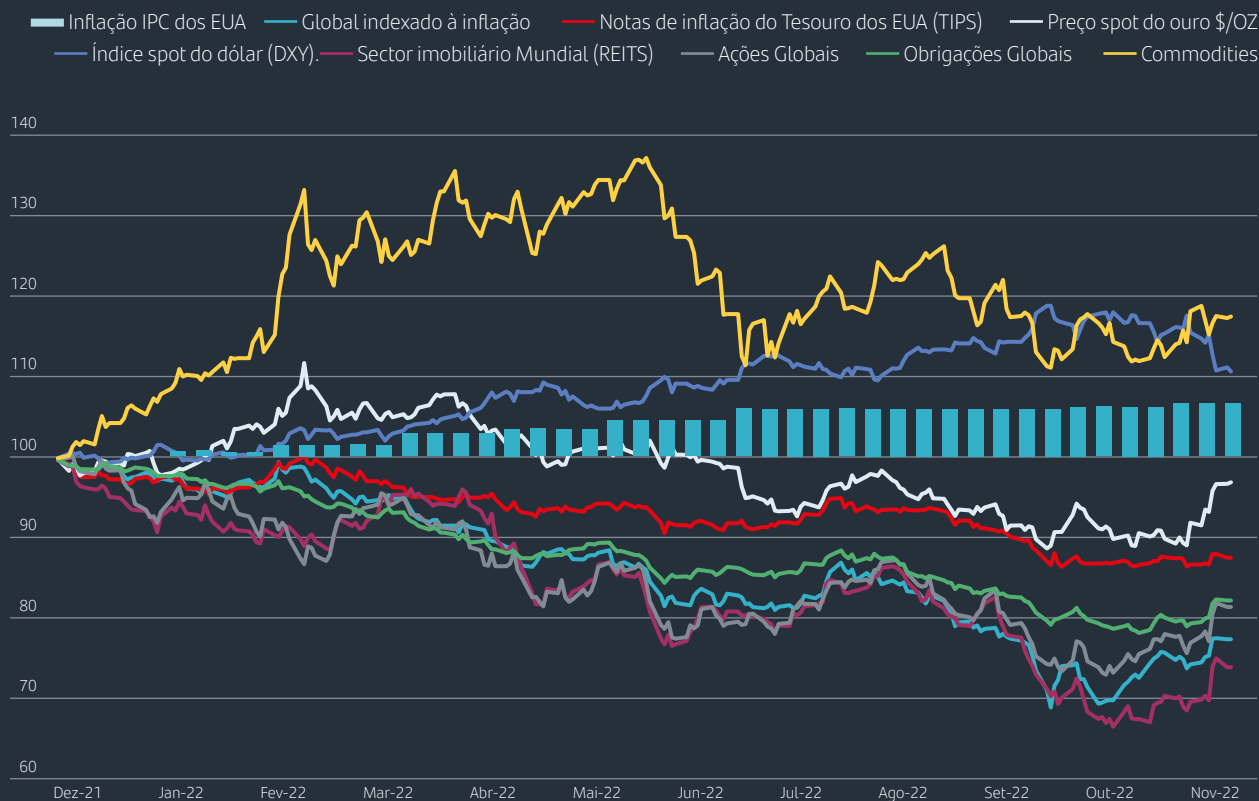
O comportamento tradicional das obrigações foi alterado pelo efeito combinado de taxas de juro baixas e políticas de quantitative easing

Neste contexto de mercado, apenas as commodities e o dólar têm oferecido proteção eficaz contra o aumento da inflação e das taxas de juro

Em 2022, o dólar norte americano e as commodities globais foram os únicos ativos a oferecerem proteção contra a inflação

Fonte: Bloomberg. Dez 2021=100. Dados de 15/11/2022

Há poucas maneiras de mitigar um choque adverso da inflação no curto prazo



ao longo das últimas décadas, segmentado em três períodos. No primeiro, que chamamos **"A Grande Moderação"**, os bancos centrais conseguiram reduzir significativamente os níveis das taxas de juro ao ancorarem a inflação em níveis muito próximos da meta dos 2%. **As economias beneficiaram das tendências desinflacionistas provocadas pelo forte impulso à globalização.**

A Crise Financeira Global (GFC) desencadeou uma nova fase em que as tendências deflacionistas se aceleraram, levando à **"Grande Expansão Monetária"**. Nesta fase, foi implementada uma política monetária ultra expansionista através de compras massivas de ativos pelos bancos centrais, com o objetivo de dinamizar o crescimento e evitar a deflação. **A inflação média nesse período situou-se em 1,3% e as taxas de juro atingiram terreno negativo em alguns países** (Suíça, Japão, Zona Euro, etc.). A crise da dívida periférica na Europa e o choque inicial da pandemia em 2020 foram fatores que **empurraram a inflação e os níveis de atividade no sentido descendente, aumentando ainda mais a necessidade de políticas monetárias e orçamentais acomodáticas.**

A reabertura da economia global resultou num excesso de procura e em estrangulamentos nas cadeias de abastecimento. A inflação acelerou e entrámos na **fase atual de reajustamento de taxas**, em que os bancos centrais tiveram de mudar radicalmente o seu discurso e prioridades. A invasão da Ucrânia desencadeou um novo choque inflacionista, mas não podemos ignorar outros fatores mais estruturais **que também estão a pressionar o novo equilíbrio das taxas de juro em valores mais altos.** E isto inclui fatores que afetam o mercado de trabalho, como por exemplo, restrições à imigração e envelhecimento da população, e fatores que estão a **reduzir o ímpeto da globalização**, como por exemplo o "on-shoring" e imposição de tarifas ou sanções sobre transferências de tecnologia. Também vale a pena mencionar as dificuldades na **transição energética** que estão a provocar aumentos de preços e tensões de oferta no desenvolvimento de energias renováveis. **Estamos perante uma previsível mudança no regime inflacionista, à medida que se acumulam fatores estruturais que pressionam os preços para cima, levando a taxas de juro mais altas do que no passado recente.**

Os investidores acostumaram-se a um ambiente de baixa inflação e forte apoio através de estímulos monetários e fiscais

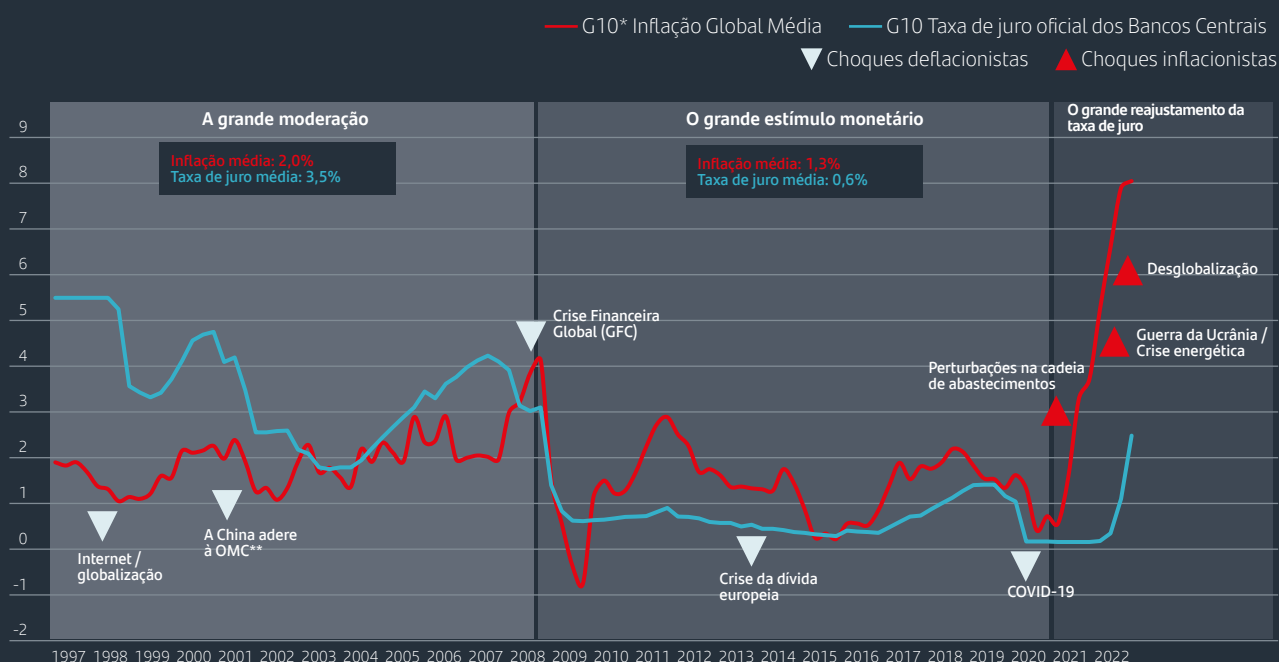
A invasão da Ucrânia foi o elemento desencadeador, mas a subida da inflação também se deve a mudanças estruturais

Os investidores irão precisar de se ajustar, pois estamos provavelmente a voltar às antigas normas que prevaleciam antes do grande estímulo monetário

Reajustamento da taxa de juro: uma mudança de regime na política monetária.

Fonte: Bloomberg e informação interna.

Está a chegar ao fim um ciclo de políticas expansionistas e níveis mínimos de inflação. Há forças estruturais a acentuar as pressões inflacionistas.



* G10: Estados Unidos, Zona Euro, Japão, Reino Unido, Canadá, Austrália, Nova Zelândia, Suíça, Dinamarca, Noruega, Suécia.

**OMC: Organização Mundial do Comércio

Estamos portanto em crer que teremos de fazer um **reajustamento ou mudança de paradigma**, em que não poderemos ignorar a variável inflação e teremos taxas de juro referenciais mais altas do que no passado recente. Isso não significa que caminhamos para um cenário de inflação descontrolada, ou que os níveis atuais de taxas de juro e inflação sejam o novo normal. O nosso cenário de base para 2023 está resumido na tabela abaixo, na qual identificamos duas fases no processo de normalização e três marcos principais.

A primeira fase seria a **estabilização monetária**, que explicamos em pormenor no segundo capítulo deste documento, e cujo marco mais importante é **o ponto de inflexão das pressões de preços**. O momento do **pico da inflação** dependerá de cada geografia em particular e dos fatores que causam a inflação, mas, de um modo geral, acreditamos que haverá sinais claros de uma inversão que serão visíveis durante o primeiro trimestre de 2023. O progresso na estabilidade monetária deverá proporcionar muitas **oportunidades para investimentos em obrigações à medida que as yields estabilizam em níveis atrativos comparativamente com a década anterior**.

A segunda fase começaria assim que os aumentos das taxas atingirem a taxa terminal e os bancos centrais **interromperem as restrições monetárias** para avaliar o impacto da política monetária em relação à inflação. Esta fase poderá abranger grande parte de 2023, onde o investimento em ativos cíclicos pode ainda vir a ser complexo por coexistir com um **ambiente de abrandamento económico**. A fase final, mais favorável para investimentos em ações e crédito, só ocorrerá quando os bancos centrais sinalizarem a proximidade da **mudança para possíveis cortes de juros**. No terceiro capítulo, explicamos as condições necessárias para que os bancos centrais voltem a baixar as taxas e **comece a recuperação**.

O cenário de base que estamos a considerar é moderadamente positivo, embora não isento de riscos, entre os quais se contam tensões geopolíticas, risco de liquidez, sustentabilidade da dívida e valorização do dólar frente a todas as moedas, e as respetivas implicações

O nosso cenário de base prevê uma normalização das variáveis da inflação e do crescimento ao longo do ano de 2023

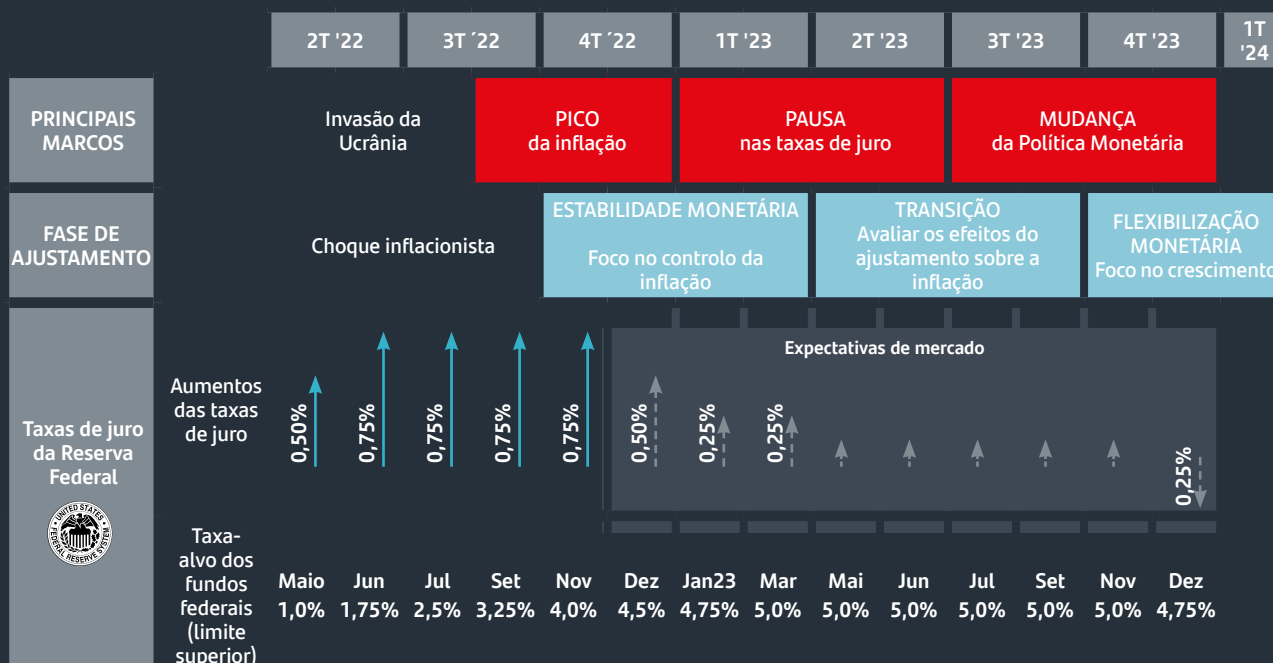
O processo de normalização monetária depende de três marcos: pico da inflação, pausa nas subidas das taxas de juro e mudanças da política monetária

Não esperamos uma mudança nas taxas de juro até o segundo semestre de 2023 – a política monetária restritiva demora o seu tempo para ter efeito na economia

Cenário central 2023: Desaceleração económica como preço a pagar pela estabilidade monetária

Fonte: Dados internos

Os investidores terão de navegar a transição do pico da inflação para a mudança da política monetária

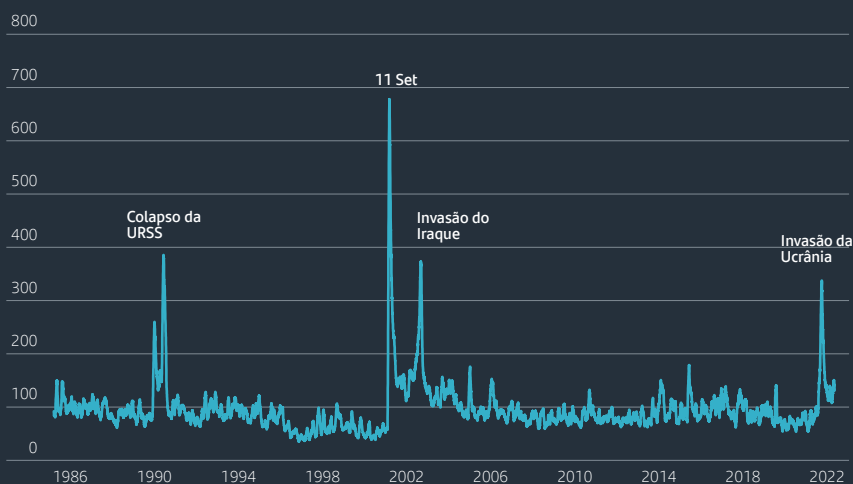


Riscos globais com potencial para afetar negativamente o cenário de base

Os índices globais de risco geopolítico permanecem em patamares elevados. O conflito na Ucrânia agravou-se e as tensões entre os Estados Unidos e a China intensificaram com as restrições ao comércio de semicondutores e a ameaça de conflito em Taiwan.

1. Tensões geopolíticas: confronto Europa-Rússia e EUA-China

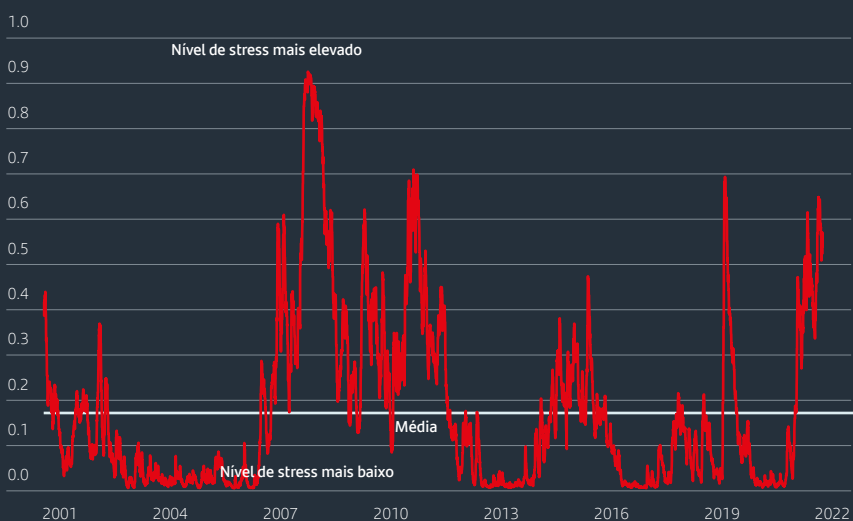
Fonte: Índice de Risco Geopolítico (GPR) desenvolvido por Dario Caldara e Matteo Iacoviello



2. Risco de liquidez: Deterioração das condições de liquidez nos mercados

Fonte: Bloomberg, Indicador de Stress Sistémico do BCE (Índice Composto do Indicador de Stress Sistémico da Zona Euro)

O recente episódio de iliquidez nas obrigações do governo do Reino Unido revelou a fragilidade dos mercados num contexto de retirada dos programas de compra dos bancos centrais. Esta deterioração nas condições de liquidez aumenta a probabilidade de movimentos muito grandes nos preços dos ativos financeiros.

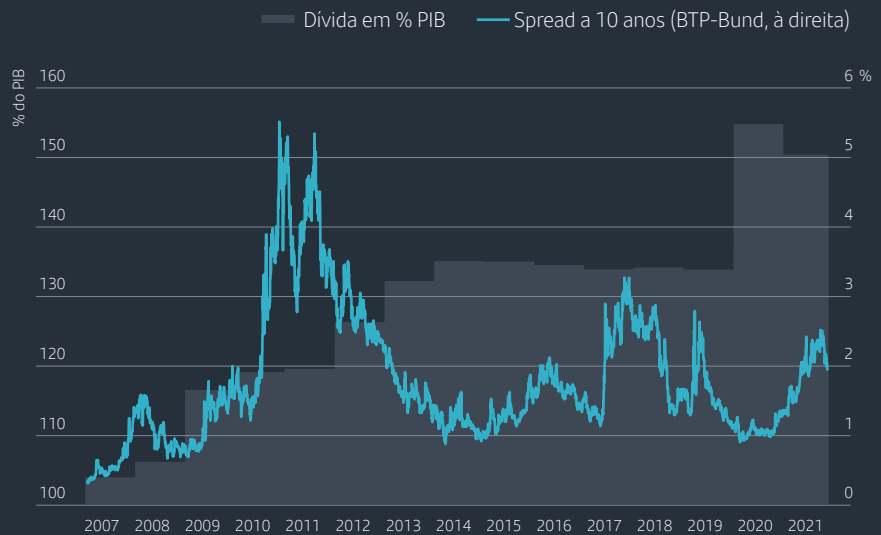


3. Risco de sustentabilidade da dívida pública

Fonte: Bloomberg

O elevado nível de endividamento público e o custo crescente da dívida aumentam o perigo de uma potencial perda de credibilidade orçamental junto dos investidores.

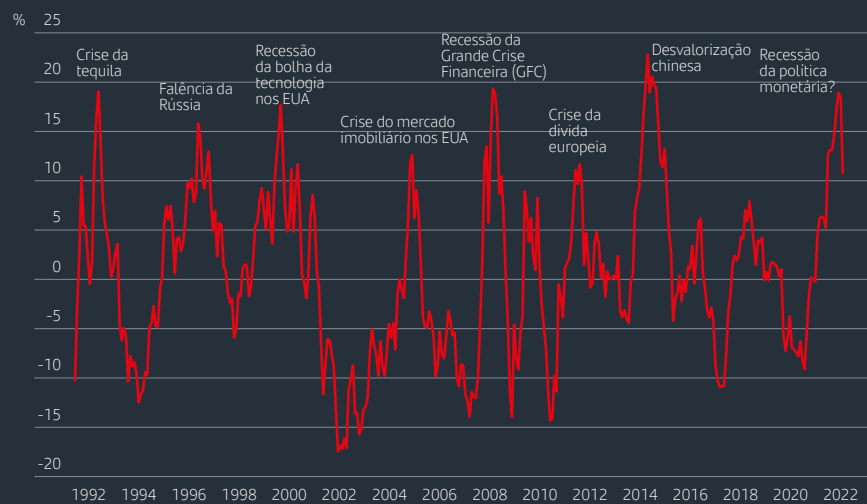
O foco está nos planos orçamentais do novo governo de Itália e nas próximas negociações para aumentar o teto da dívida nos EUA



4. Tensões nos mercados de câmbios: a valorização do dólar norte americano atinge níveis extremos

Fonte: Bloomberg e informação interna

O dólar americano experimentou uma forte recuperação em relação à maioria das moedas. A valorização de cerca de 20% em termos homólogos é um fator de stress para os emissores internacionais que emitiram dívida nessa moeda. Se esta tendência de valorização do dólar norte americano continuar, aumenta a probabilidade de crises em alguns países emergentes.





Em profundidade:

02 O caminho para a estabilidade monetária

Primeiros sinais de pico da inflação durante o primeiro trimestre de 2023

A mensagem dos bancos centrais é clara: a prioridade no atual contexto é sacrificar o crescimento económico em prol da estabilidade de preços.

Ao analisar a dinâmica da inflação e ao distinguir entre os seus diferentes componentes, podemos observar dois desenvolvimentos positivos: tensões decrescentes nos preços de bens e expectativas de inflação ancoradas. Embora se esperem notícias positivas sobre as leituras da inflação para breve, a batalha pela estabilidade monetária irá provavelmente ser prolongada. A pausa nos aumentos de juros parece próxima, mas a mudança em direção à flexibilização monetária levará mais tempo.

O valor regressa aos mercados obrigacionistas

O reajustamento da política monetária tem sido doloroso, mas olhando para o futuro esse reajustamento oferece dois benefícios positivos a quem investe em obrigações: maior diversificação para a construção da carteira e yields mais elevadas até ao vencimento. O contexto monetário voltou a ser favorável para investimentos em obrigações após um longo período de taxas artificialmente baixas. Com efeito o preço das obrigações voltou a estar atrativo uma vez que o valor-yields está novamente a fazer sentido, dado que a ação de compra dos bancos centrais foi retirada. O rendimento das obrigações voltou e estas voltaram a entrar em jogo.

O caminho para a estabilidade monetária

O epicentro do terramoto que abalou os mercados é o forte choque de preços e as suas repercussões a nível económico. Tal como se explicou na secção anterior, a recuperação deve começar pela estabilização da variável causadora da incerteza, ou seja, a inflação. Dar prioridade ao equilíbrio de preços, acima de qualquer outra consideração, também tem sido a principal mensagem dos bancos centrais, com Jerome Powell a atuar como o principal porta-voz. A lição da década de 1970 é clara: administrar doses insuficientes de aumentos de juros é um perigo maior para a economia do que deixar de o fazer.

O gráfico abaixo mostra como é que os bancos centrais em diferentes geografias reagiram ao choque inflacionista e às expectativas do mercado quanto a decisões futuras sobre taxas de juro. As autoridades monetárias dos países com uma maior tradição de pressões inflacionistas (Brasil e México) foram as primeiras a reagir e não hesitaram em aumentar as taxas de forma agressiva. **Os bancos centrais dos países desenvolvidos demoraram a perceber que a subida dos preços não era transitória e a Reserva Federal teve de acelerar o processo de subida de juros numa tentativa de recuperar o terreno perdido.** As atuais restrições monetárias têm sido as mais rápidas das últimas décadas, e também as mais significativas em termos acumulados. Os reflexos dos aumentos de juros começam a ser transmitidos para a economia real e muitos pedem uma pausa para avaliar o efeito de arrefecimento sobre os preços e o crescimento.

Nos próximos meses, chegaremos ao ponto em que as taxas dos bancos centrais serão suficientemente restritivas e irão mantê-las nesse ponto durante algum tempo, avaliando cuidadosamente os efeitos sobre a economia. O mercado irá começar a interrogar-se sobre o timing do próximo marco: a famosa mudança ou um sinal para o mercado de uma mudança no enviesamento para taxas mais baixas.

A transição duma pausa para uma mudança não será rápida e irá provavelmente prolongar-se até que os bancos centrais vejam sinais claros de que a inflação está contida.

Os bancos centrais estão a aplicar as lições aprendidas na década de 70 e estão a dar prioridade ao combate à inflação, arcando com o custo económico do aumento das taxas

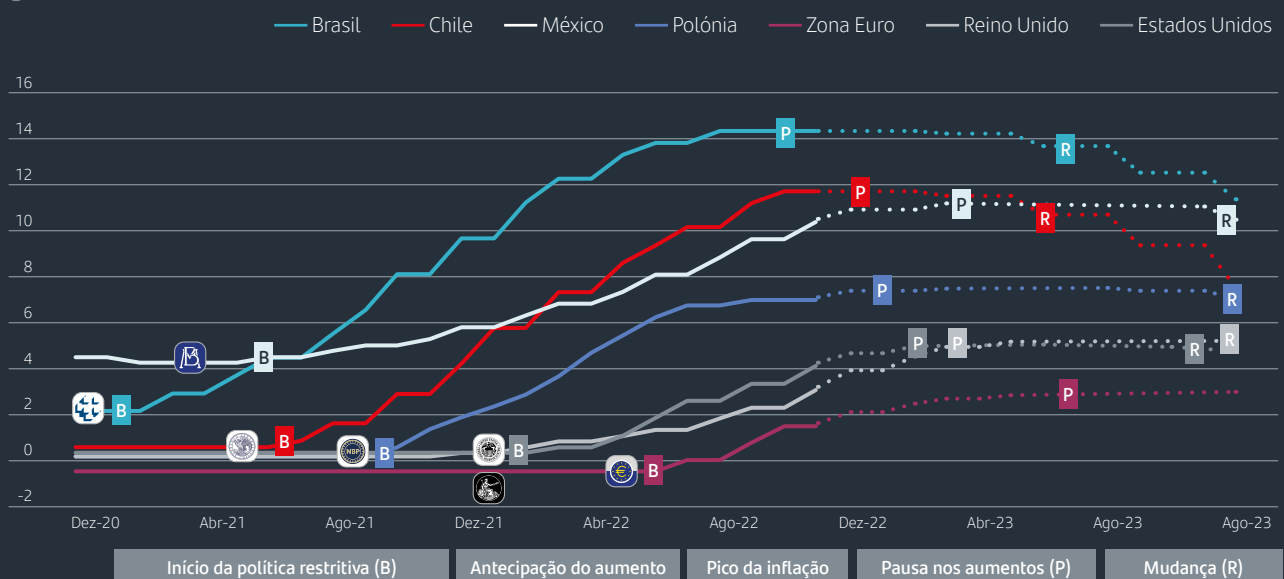
Aproxima-se uma pausa nas subidas, mas as taxas manter-se-ão elevadas durante um período prolongado

Os bancos centrais não irão mudar a sua inclinação para políticas restritivas até que haja sinais inequívocos de estabilização de preços

Fases da implementação da política monetária restritiva por parte dos bancos centrais

Fonte: Bloomberg. Dados de 15/11/2022

Os mercados estão ansiosos pelo momento da pausa nos aumentos das taxas de juro globalmente



As perspectivas para as economias globais nos próximos trimestres dependem em grande medida da dinâmica da inflação e da resposta dos bancos centrais. Para compreender como é que este fenómeno monetário evolui, consideramos que é útil fazer uma análise aprofundada às diferentes variáveis que afetam o fenómeno da inflação, bem como dos mecanismos de transmissão das pressões sobre os preços.

O gráfico abaixo mostra a composição da inflação da economia norte americana entre os seus principais componentes: os mais voláteis (energia e alimentos), bens duradouros e serviços, e mostra também as expectativas futuras. Mostra que a tendência antes de 2021 foi deflacionista, com praticamente todos os indicadores abaixo da meta de 2% estabelecida pela Reserva Federal. Esse período de baixas pressões de preços foi abalado pelo efeito combinado de três choques inflacionistas. O primeiro deles decorre da reabertura das economias após os confinamentos e dos amplos programas de estímulo fiscal que desencadearam uma enorme procura por bens. Os preços do petróleo recuperaram de níveis muito baixos e ocorreram estrangulamentos em elementos críticos da cadeia de abastecimento (transportes e semicondutores). Este primeiro episódio de inflação do lado da oferta é amplificado exponencialmente por todos os acontecimentos desencadeados pela invasão da Ucrânia, com inúmeras ramificações na escassez de energia e alimentos. O efeito combinado destes dois choques do lado da oferta começa a reflectir-se para as estatísticas de inflação de serviços a partir do segundo semestre por meio dos chamados efeitos de segunda ordem.

Os aumentos de preços estão a acontecer num cenário de mercado de trabalho muito retraído, com a taxa de desemprego em níveis historicamente baixos. Embora haja sinais de reversão dos choques negativos na oferta de bens e energia, a preocupação das autoridades monetárias está mais voltada para se haverá

O fenómeno inflacionista deslocou-se do lado da oferta (energia e bens) para o lado da procura (serviços)

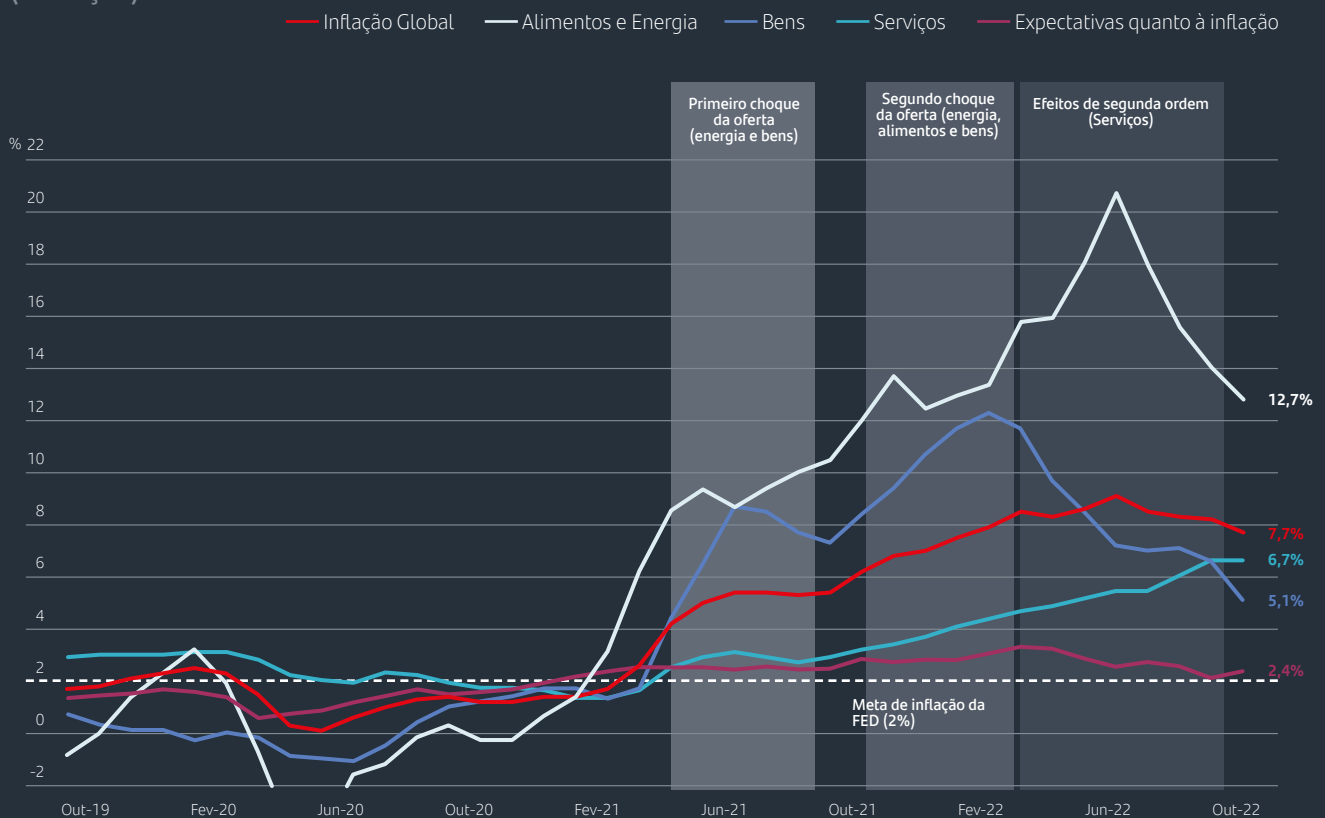
Os baixos níveis de desemprego e a perda de poder de compra pressionam as revisões salariais para cima

É fundamental que os bancos centrais permaneçam credíveis nas suas iniciativas de política monetária e que as expectativas futuras de inflação permaneçam ancoradas nos 2%

As diferentes fases da subida da inflação nos Estados Unidos

Fonte: Bloomberg e informação interna. Dados de outubro de 2022. A inflação e os respetivos componentes estão em termos homólogos.

O choque inflacionista está a deslocar-se do lado da oferta (bens) para o lado da procura (serviços)



uma viragem na inflação nos serviços e se haverá o contágio mais perigoso de todos: um aumento nas expectativas de inflação. **A única boa notícia relacionada com a inflação em 2022 é a ancoragem das expectativas de inflação de médio prazo em 2%.**

O diagrama abaixo permite analisar a dinâmica descrita acima ao decompor cada uma das componentes da inflação. No caso da evolução dos preços da energia e dos alimentos, podemos verificar que o pico da inflação ocorreu em junho, sendo o ponto de inflexão atribuível maioritariamente à gasolina (a eletricidade e os alimentos ainda estão no seu pico). **A boa notícia é que os Estados Unidos foram poupados do pior da crise do gás, que está a causar estragos na Europa.** O maior progresso está a acontecer na inflação de bens, uma vez que a escassez de viaturas e de outros bens de consumo foi resolvida. Dentro da inflação nos serviços, as rendas de casa têm um peso muito grande e são uma das componentes que tem surpreendido positivamente nos últimos meses. **Embora o pico da inflação nos EUA tenha provavelmente ficado para trás, dados recentes confirmam que a inflação subjacente é persistente, e não mudará até que a economia e o mercado de trabalho arrefeçam.**

Os aumentos das taxas estão a produzir uma desaceleração significativa no mercado imobiliário e esperamos ver melhorias na inflação das rendas de casa até ao final do primeiro trimestre de 2023. A maior preocupação tem a ver com as revisões salariais num mercado de trabalho onde o número de vagas que aparecem é duas vezes superior à força de trabalho desempregada. **A inflação nos EUA tem mais a ver com um fenómeno de excesso de procura e exigirá um reequilíbrio no mercado de trabalho, que deve acontecer no primeiro semestre de 2023.** Uma vez que a inflação nos EUA se deve ao excesso de procura e não a restrições na oferta, será necessária uma destruição da procura para reduzir a inflação para menos de 4%. A FED terá de manter uma postura relativamente agressiva (ou seja, sem pausa ou

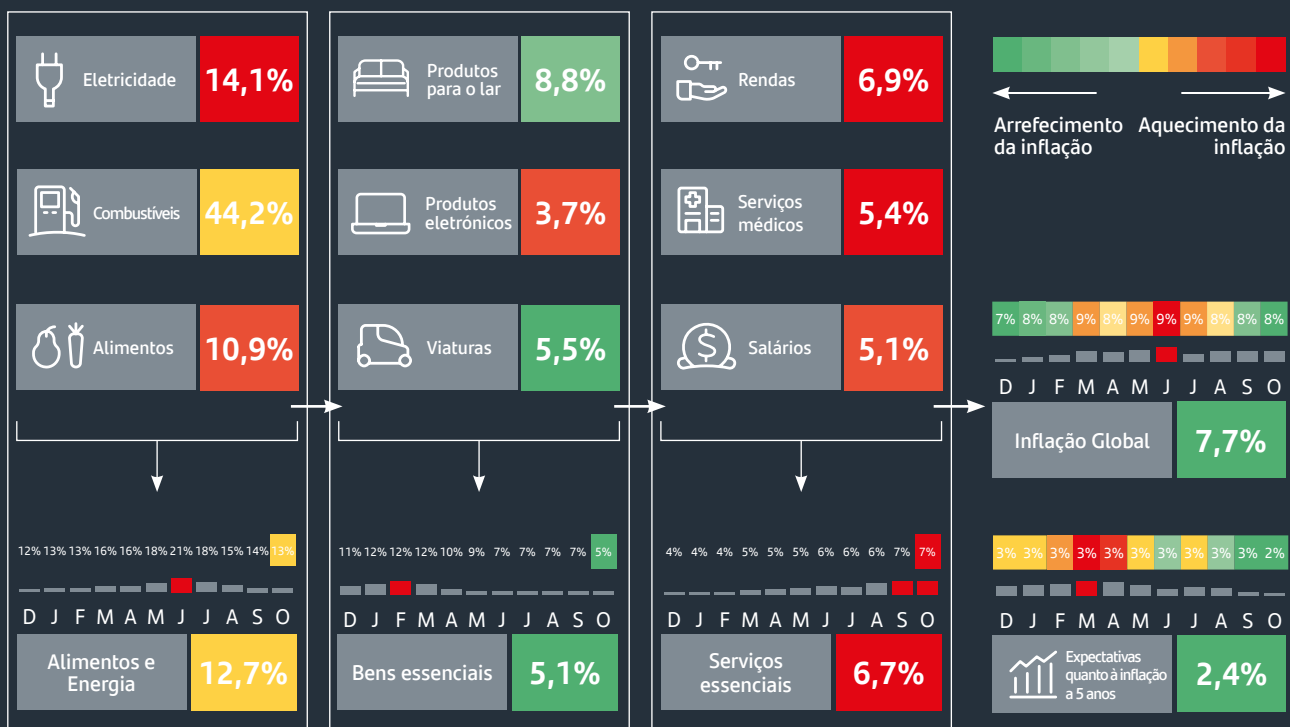
A inflação subjacente nos EUA é persistente e ainda precisará de vários trimestres de política monetária restritiva para alcançar a estabilidade de preços

Esperamos notícias positivas sobre a evolução da inflação a partir do primeiro trimestre de 2023, começando com o arrefecimento das rendas de casa

Evolução da inflação nos Estados Unidos discriminada por componente

Fonte: Bloomberg e informação interna

Os sinais de recuperação económica fazem disparar a inflação nos bens, mas registam-se efeitos de segunda ordem sobre os salários e serviços



mudança) até que veja a inflação subjacente mais lenta nos EUA, e a um abrandamento das condições no mercado de trabalho (aumento do desemprego).

Na Zona Euro, o principal impulsionador da inflação são os preços da energia. Estamos em crer que neste caso **a inflação é sobretudo um fenómeno importado e relacionado com a oferta**, portanto o BCE enfrenta uma tarefa difícil: reduzir a procura não irá necessariamente conter a inflação a curto prazo, enquanto as condições financeiras mais restritivas podem pesar ainda mais sobre a oferta.

Os pacotes de despesa recentes na Europa têm tentado amortecer o impacto dos preços da energia. Ainda assim, os preços da eletricidade aumentaram 40% (três vezes mais do que o aumento nos Estados Unidos). A contrapartida positiva está na inflação nos serviços, que, embora mantendo uma tendência ascendente, ainda está nos 4,4% em termos homólogos (contra 6,6% em termos homólogos nos EUA) graças à moderação salarial. **A chave na batalha para controlar a inflação estará nas revisões salariais e no curto prazo é provável que haja pressões no sentido de aumento dos salários. Por enquanto, os salários na Europa têm aumentado de forma moderada. O alívio das tensões energéticas em breve irá permitir um ponto de inflexão na inflação, e haverá provavelmente alguns efeitos de segunda ordem sobre os salários, dada a perda significativa de poder de compra ocorrida em 2022.**

O cenário monetário é ainda muito incerto, mas aproxima-se o momento em que os grandes ajustamentos nas taxas de juro irão terminar. **Na medida em que os investidores possam ter algum grau de certeza sobre o novo patamar de equilíbrio das taxas de juro, pode-se iniciar a tarefa de recompôr as carteiras de investimentos (que foram tão severamente castigadas na fase de reajustamento das taxas).** A conclusão do processo de reajustamento das taxas e a estabilização dos níveis terminais das taxas (taxa máxima de juro descontada pelo mercado) é fundamental.

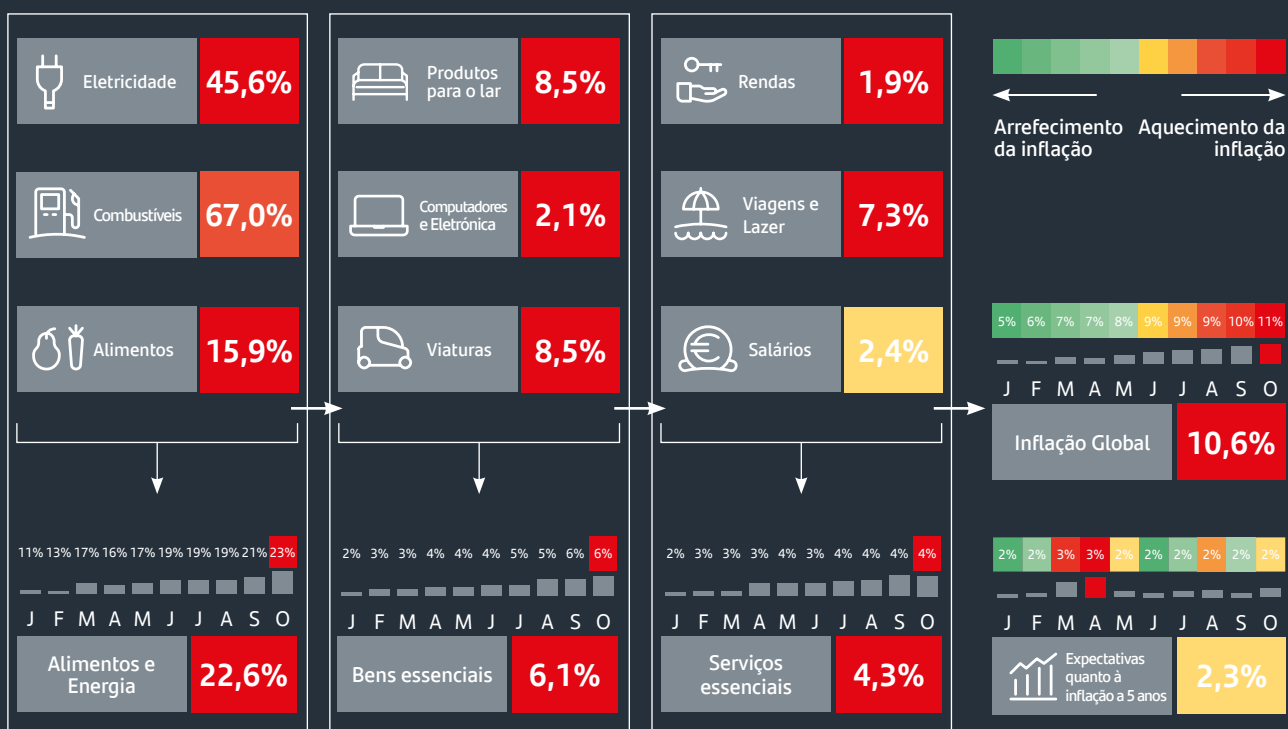
A inflação na Europa ainda não atingiu o ponto de inflexão devido à gravidade da pressão sobre os preços da energia

Os efeitos de segunda ordem têm sido limitados e a inflação nos serviços permanece contida

Evolução da inflação na Zona Euro discriminada por componente

Fonte: Bloomberg e informação interna

Menores pressões salariais, mas um maior choque inflacionista da energia e alimentos



A boa notícia é que podemos estar perto de alcançar a estabilidade nas taxas de juro de curto prazo.

No gráfico abaixo podemos ver como as expectativas em relação às taxas de juro subiram, e como a taxa terminal subiu acima dos 3% no caso da Zona Euro e acima dos 5% no caso dos Estados Unidos. Em termos absolutos, isto significa um aumento de 3% na remuneração dos investimentos sem risco desde o início do ano em ambas as regiões. Em termos relativos, significa um retorno real positivo se compararmos as taxas com a inflação esperada a médio prazo. Se as expectativas sobre a inflação se mantiverem, trata-se de uma excelente notícia para os investidores avessos ao risco: as taxas de juro de curto prazo já estão a oferecer retornos reais. **Estes rendimentos reais são um oásis naquilo que há muito tem sido um deserto, dada a ausência de rendimentos atrativos em todos os prazos da curva** (e em particular na parte curta da curva de rendimentos). Acostumámo-nos a ter dinheiro praticamente de graça, mas era algo que estava longe de ser normal. Aquilo a que estamos a voltar é ao normal: um contexto no qual o capital tem um preço adequado para gerar um retorno adequado.

O ponto em que as taxas de intervenção coincidem com as taxas terminais esperadas pelo mercado (e não haverá mais revisões em alta) varia conforme a geografia (na primeira metade do ano para os EUA e o Reino Unido, e na segunda metade para a Zona Euro). Mas **os investidores já têm à sua disposição soluções de investimento (fundos e produtos estruturados) que lhes permitem antecipar as subidas de taxas que se encontram descontadas no mercado.**

Na página seguinte podemos ver visualmente esta mudança nas taxas. As barras azuis simbolizam o nível de yields disponíveis em meados de novembro de 2022 nos diversos segmentos de obrigações para emissões em Euros e em dólares, e as caixas vermelhas marcam a diferença dos yields no início do ano.

Graças a estes novos valores, é muito mais fácil aos investidores atingirem as metas de rendimento sem descerem na curva de crédito ou entrarem em prazos mais longos. Os rendimentos das obrigações

O grande ajustamento das taxas de juro está a chegar à fase final e os investidores têm agora uma sólida referência de valorização

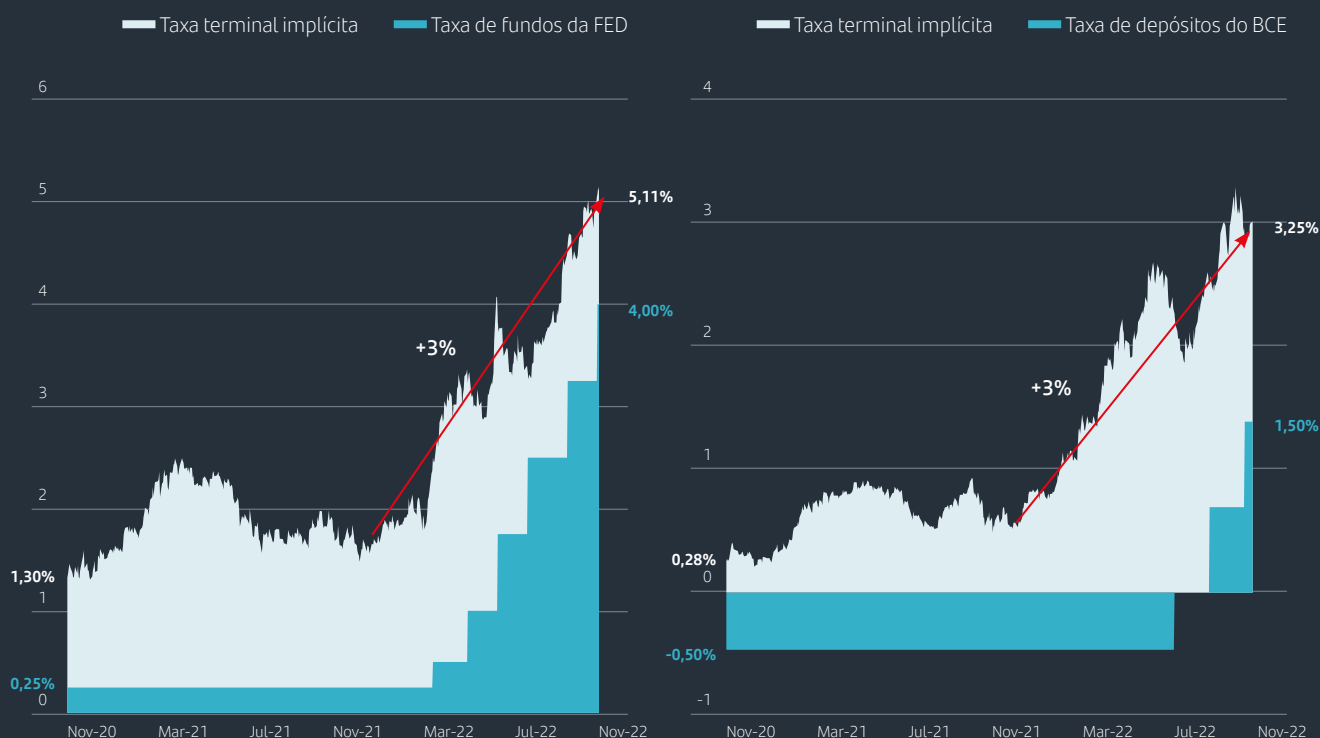
A perspetiva monetária está a estabilizar e as taxas de curto prazo oferecem um ponto de entrada positivo

A taxa de juro sem risco regressa a terrenos positivos e os investidores conservadores podem capturar valor na parte curta da curva de rendimentos

As taxas terminais podem chegar aos 5% para a Reserva Federal e aos 3% para o BCE

Fonte: Bloomberg e informação interna

Os bancos centrais estão a antecipar aumentos de taxas e podem atingir em breve a taxa terminal



passaram de quase zero para máximos de 12 anos em pouco mais de um ano e, dependendo se olhamos para as principais obrigações de governos, de empresas Investment grade ou High Yield, isso agora significa uma taxa mínima anual de 4%, 6% ou 8% respectivamente.

Além disso, os rendimentos mínimos das obrigações de governos resultantes dos programas de flexibilização quantitativa tiveram um efeito colateral para as carteiras de investimento: a incapacidade das obrigações de compensarem as perdas em posições de risco em momentos de stress como o que se viveu em 2022. **A recuperação extraordinária das yields na parte longa das curvas confere novamente aos títulos de longo prazo a capacidade de mitigar choques negativos no contexto do património dos clientes.** A capacidade de diversificação que as obrigações recuperaram é uma consequência positiva para os investidores que navegam no grande ajustamento das taxas de juro. Embora as taxas não sejam imunes à volatilidade, estamos em crer que a probabilidade de perdas em obrigações de longa duração diminuiu significativamente à medida que a almofada de rendimento inicial aumentou. Passámos por uma reavaliação histórica nos mercados obrigacionistas e, com isso, a relação risco-retorno para investimentos tradicionais em obrigações melhorou. **A probabilidade de retornos negativos futuros dos investimentos em obrigações de elevada qualidade de crédito diminuiu consideravelmente e as obrigações recuperaram o seu valor na construção da carteira, fornecendo retornos seguros e uma correlação negativa com ativos de risco.**

A ortodoxia parece ter voltado à política monetária e o fecho da torneira do fluxo extraordinário de compra de liquidez pelos bancos centrais trouxe a disciplina de volta aos mercados obrigacionistas. **Estamos a entrar num ciclo de mercado favorável aos detentores de obrigações, após uma década em que os investimentos tradicionais em obrigações foram fortemente penalizados por políticas monetárias não ortodoxas.**

Os mercados obrigacionistas podem experimentar um renascimento no primeiro semestre de 2023, quando ficar concluído o processo de ajustamento das taxas

As yields das obrigações voltam aos seus níveis normais, desencadeando um novo envolvimento dos investidores com obrigações

As obrigações voltam à sua essência e razão de ser, oferecendo rentabilidade e proteção contra os choques do mercado

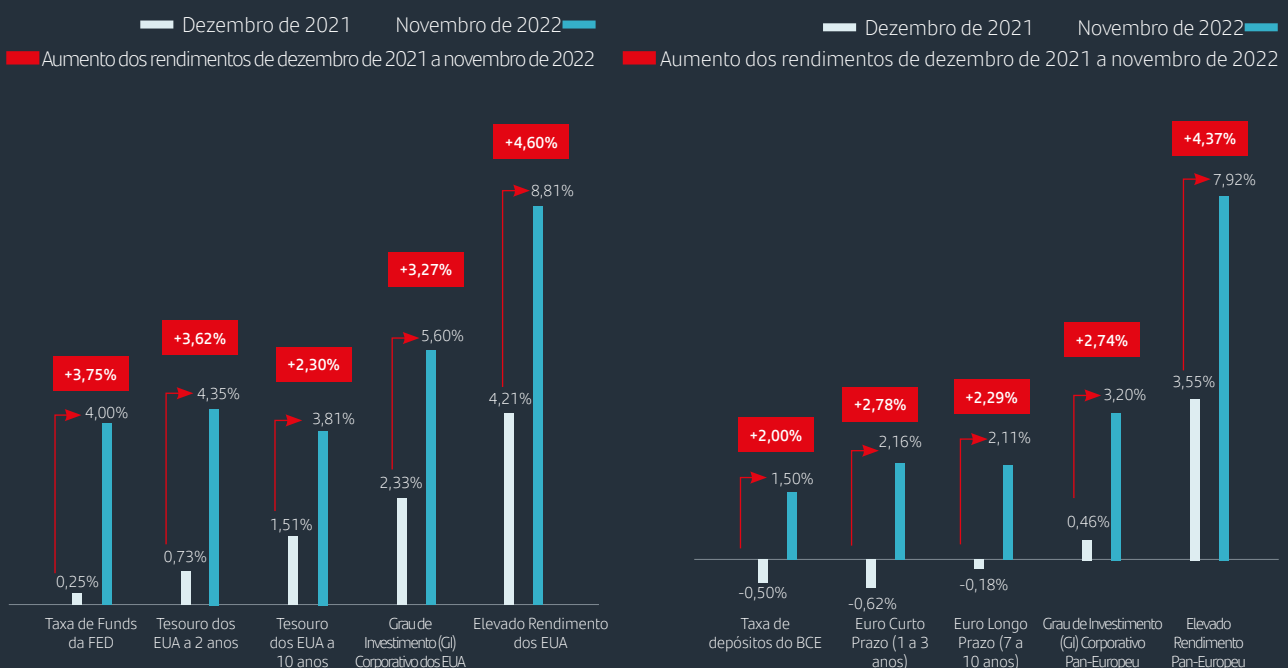
Está a emergir valor novamente nas obrigações após a reavaliação do mercado

Fonte: Bloomberg e informação interna

O potencial de retorno nos mercados obrigacionistas parece atrativo, dados os rendimentos (ou yields) mais elevados nos diversos vencimentos

Estados Unidos

Zona Euro





Em profundidade:

03 À espera da mudança cíclica

Há riscos de recessão, mas é improvável que haja uma crise

A política monetária restritiva, o custo do crédito mais elevado, a crise do custo de vida e a elevada incerteza irão certamente prejudicar o crescimento em 2023. Há um consenso entre economistas que já aponta para uma elevada probabilidade de contração do PIB em diversos países (principalmente na Europa). Em contrapartida, o sector privado está a partir de elevados níveis de poupança e o sector bancário desfruta de sólidos índices de solvência.

Esperamos um contexto complexo para o crescimento em 2023, mas não detetamos fatores que possam desencadear uma crise como a de 2000 ou 2008.

Os prémios de risco ainda podem aumentar durante o período de retração

Os rendimentos em todas as classes de ativos têm aumentado, uma vez que os investidores avaliaram uma probabilidade maior de uma forte desaceleração económica. Neste relatório, analisamos o ajustamento nos prémios de risco de ativos cíclicos (aqueles que são sensíveis ao ciclo económico, como as ações) no contexto de episódios anteriores de contrações económicas.

Mantemos uma inclinação cautelosa na nossa distribuição de ativos, uma vez que os ativos de risco podem enfrentar ventos contrários e maior volatilidade durante a próxima desaceleração económica. No entanto, os investidores têm de estar atentos à mudança cíclica, uma vez que as oportunidades de compra dificilmente acontecem em momentos de otimismo.

Cautelosos, mas mantendo um espírito aberto

No capítulo final, concentramo-nos nas nossas perspetivas de mercado após a estabilização da inflação e das taxas. O nosso cenário base para 2023 está em larga medida alinhado com o consenso dos economistas que publicam as suas previsões na Bloomberg (Cf. tabela abaixo). Esse consenso prevê uma queda significativa dos níveis de inflação em 2023 (entre 2% e 4%) e **um equilíbrio final em torno dos 2% em 2024 na sequência do processo de subida das taxas de juro**. Um ajustamento significativo nas expectativas de crescimento é o preço que as economias globais têm de pagar para recuperarem a estabilidade monetária. **2022 foi o ano do reajustamento das taxas e 2023 será o ano da desaceleração da economia.**

A gravidade do abrandamento da economia será diferente consoante as geografias, sendo a Europa a zona económica mais afetada pela incerteza geopolítica e por aumentos mais intensos dos preços da energia. Os economistas esperam que a Alemanha registre um crescimento negativo, e os principais indicadores já corroboram essa perceção com vários setores afetados pela incerteza no fornecimento de energia. **As perspetivas para o crescimento económico do Reino Unido são também negativas** para os próximos trimestres, como foi reconhecido pelo Banco da Inglaterra no seu último relatório de política monetária. Os consumidores europeus já começaram a cortar em despesas discricionárias devido ao aumento do custo de vida. A confiança dos empresários também caiu para níveis que antecipam cortes futuros no investimento e no emprego.

Quanto à **economia chinesa**, a mudança na abordagem da política do governo terá um impacto negativo sobre o crescimento de longo prazo. No entanto, no curto prazo, **a atividade económica deve reagir positivamente, uma vez que as políticas "Covid Zero" serão menos rigorosas** no próximo ano e os promotores imobiliários receberam financiamento adicional que os ajudará a melhorar a solvabilidade e permitirá a conclusão de projetos há muito adiados, e as autoridades acelerarão o programa de estímulos à economia.

No que diz respeito à **economia dos EUA**, ainda vemos um **consumo privado muito resiliente, em parte**

O contexto é adverso para o crescimento, devido às condições monetárias restritivas e aos elevados preços da energia

A Europa é a região mais adversamente afetada, onde são esperadas contrações de crescimento na Alemanha e no Reino Unido

A China pode ser a exceção com um ritmo de atividade mais acelerado em 2023, se as restrições à mobilidade forem atenuadas e o sector imobiliário receber alguns estímulos

A economia global está a abrandar e há riscos de perdas no próximo ano

Fonte: Bloomberg Economic Forecasts Consensus [Consenso de Previsões Económicas da Bloomberg]

O endurecimento das condições financeiras irá desacelerar o crescimento económico global e a inflação

	Crescimento Económico (PIB)				Inflação Global (IPC)				Taxa de Desemprego			
	2021	2022e	2023e	2024e	2021	2022e	2023e	2024e	2021	2022e	2023e	2024e
EUA	5,9%	1,8%	0,4%	1,4%	4,7%	8,1%	4,2%	2,4%	5,4%	3,7%	4,3%	4,7%
China	8,1%	3,3%	4,8%	5,0%	0,9%	2,2%	2,4%	2,1%	4,0%	4,1%	4,0%	4,0%
Japão	1,8%	1,6%	1,4%	1,1%	-0,3%	2,3%	1,6%	0,9%	2,8%	2,6%	2,5%	2,4%
Zona Euro	5,3%	3,1%	-0,1%	1,5%	2,6%	8,3%	5,6%	2,1%	7,7%	6,8%	7,1%	7,1%
Alemanha	2,6%	1,5%	-0,6%	1,5%	3,2%	8,5%	6,2%	2,4%	5,7%	5,3%	5,6%	5,5%
França	6,8%	2,5%	0,4%	1,4%	2,1%	5,8%	4,7%	2,1%	7,9%	7,4%	7,6%	7,6%
Reino Unido	8,5%	4,2%	-0,5%	1,1%	2,6%	9,0%	6,3%	2,6%	4,6%	3,8%	4,4%	4,7%
Itália	6,7%	3,4%	0,0%	1,3%	2,0%	8,0%	5,4%	1,9%	9,5%	8,2%	8,5%	8,5%
Espanha	5,5%	4,5%	1,0%	2,0%	3,0%	8,8%	4,5%	2,2%	14,8%	13,0%	13,3%	12,9%
Portugal	5,4%	6,3%	1,0%	2,0%	0,9%	7,6%	4,3%	2,4%	6,6%	6,0%	6,2%	6,1%
Polónia	5,9%	4,0%	1,0%	2,9%	5,1%	14,3%	12,5%	5,9%	3,4%	5,2%	5,5%	5,3%
Brasil	4,8%	2,7%	0,8%	1,9%	8,3%	9,2%	5,0%	3,9%	13,5%	9,5%	9,7%	10,0%
México	4,8%	2,1%	1,2%	2,0%	5,7%	8,0%	5,7%	3,9%	4,1%	3,5%	3,7%	3,5%
Chile	11,7%	2,1%	-0,9%	2,2%	4,5%	11,7%	7,8%	3,6%	9,1%	7,7%	8,3%	7,5%

impulsionado pela força do mercado de trabalho e por poupança acumulada. A perda de poder de compra acabará por afetar a evolução do consumo, mas a tendência recente continua forte. Há, no entanto, **sinais claros de desaceleração no setor residencial** (taxas de crédito habitação mais elevadas) e no setor de exportações (valorização do dólar). **Não descartamos um cenário de recessão técnica (dois trimestres consecutivos com crescimento negativo) no segundo semestre de 2023, uma vez que a Reserva Federal irá manter as taxas de juro elevadas**, com implicações ao nível do consumo e do investimento. Os efeitos das subidas das taxas de juro por parte da FED devem ser mais sentidos no segundo trimestre, dado o efeito desfasado da política monetária sobre a atividade económica. De qualquer forma, acreditamos que a economia norte-americana parte de uma posição forte e, caso haja contração, esta deve ser moderada comparativamente com os episódios anteriores de recessão.

Em suma, **o nosso cenário base prevê um crescimento tenue nos próximos trimestres, com alguns países a registarem episódios recessivos de moderada intensidade**. No entanto, não prevemos uma recessão generalizada e consideramos improvável que hajam ajustamentos económicos semelhantes aos ocorridos na Grande Crise Financeira (GFC) ou no colapso das empresas dotcom de 2000. Os principais argumentos que sustentam **esta visão de desaceleração, mas não de crise**, baseiam-se na **força relativa tanto do sector privado como do sector financeiro**. No gráfico inferior esquerdo podemos observar um aumento significativo nos **níveis de capitalização do sector bancário** nas principais economias desenvolvidas, comparativamente com o período anterior à GFC. O gráfico à direita mostra, para o mesmo período, que **as famílias reduziram os seus níveis de endividamento e estão em melhor situação financeira** pelo que não terão que fazer ajustamentos drásticos no seu nível de despesas durante o cenário esperado de desaceleração económica.

Em linha com esta visão de desaceleração económica, recomendamos que mantenha um **nível moderado de risco com títulos do governo e obrigações de empresas de elevada qualidade creditícia**. Estamos em crer que **haverá oportunidades no segundo semestre de 2023 para um posicionamento mais agressivo em ativos cíclicos** (principalmente ações e obrigações de empresas), embora seja aconselhável aguardar pela confirmação de sinais de estabilização da inflação e de crescimento.

Um dos ativos sensíveis aos ciclos económicos que já conheceu um ajustamento significativo são

A economia norte americana continua a mostrar sinais de força ao nível do consumo e não esperamos fraquezas ao nível do crescimento até ao segundo semestre do próximo ano

As famílias reduziram o seu nível de endividamento em economias desenvolvidas e têm uma almofada de poupança à sua disposição

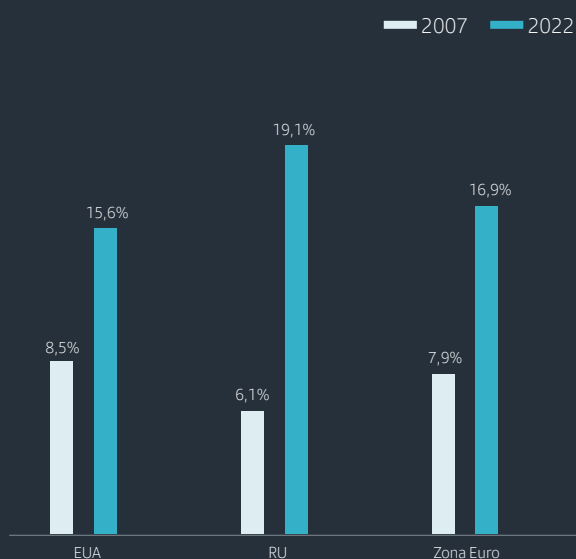
O setor bancário acumulou reservas de capital significativas para fazer face a uma desaceleração no ambiente económico

A alavancagem das famílias diminuiu e a capitalização dos bancos melhorou significativamente desde 2007

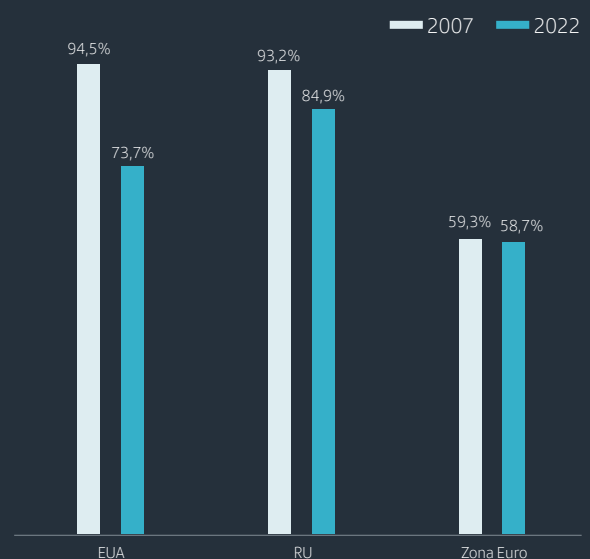
Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco da Inglaterra, Banco Central Europeu e Reserva Federal de St. Louis

Os setores privado e financeiro estão a enfrentar esta recessão a partir de uma posição de solidez financeira

Nível de capitalização dos sistemas bancários (Rácio de capital de Nível 1)



Dívida das famílias em % do PIB



as **obrigações de empresas**. O gráfico abaixo mostra o rendimento das obrigações de empresas no segmento de maior qualidade (Investment Grade). A linha azul representa o rendimento oferecido pela curva de rendimentos de obrigações do governo (neste caso dos Estados Unidos, uma vez que a curva está em dólares) e podemos ver que **o ajustamento foi elevado, e portanto a remuneração pelo risco de taxa de juro parece adequada**. A linha vermelha mostra o prémio de risco de crédito que remunera o investidor, além da taxa juro sem risco, pela probabilidade de incumprimento do emissor do título. Se olharmos para o comportamento histórico deste prémio de risco, podemos ver que há uma elevada correlação com períodos de desaceleração económica. Podemos também observar que os prémios de risco tendem a aumentar ainda mais durante os períodos em que as taxas de juro começam a cair devido à deterioração da atividade económica. Em linha com este comportamento histórico, o valor do prémio de risco poderá ainda aumentar durante os primeiros meses de 2023. Isto pode diminuir um pouco os rendimentos das obrigações de empresas de elevada qualidade de crédito nos estágios iniciais da recessão, mas **a soma dos dois rendimentos ou yields (taxas do governo e spread de crédito) fornece uma almofada para mitigar a volatilidade**.

Esta visão positiva sobre as obrigações de empresas de elevada qualidade creditícia ainda não se estende ao segmento de **High Yield** ou aos **emissores de mercados emergentes**. Estes tipos de títulos são mais sensíveis ao ciclo económico e **podem sofrer pressões de preços, desde que não haja sinais claros de que a desaceleração da economia chegou ao fim**. Em termos de obrigações de mercados emergentes, estamos à espera que a valorização da moeda norte americana diminua para nos posicionarmos de forma mais ativa.

Em relação às **ações**, consideramos que faz sentido aplicar uma estratégia semelhante à das obrigações: **partir de um posicionamento mais defensivo para mudar para estratégias com maior potencial de recuperação à medida que se confirme o efeito da política monetária**. As bolsas podem sofrer alguma volatilidade devido à incerteza em torno da inflação e do crescimento. Estamos em crer que o **principal marco na recuperação das ações estará ligado ao timing da mudança dos bancos centrais**. A transição de preocupações com a inflação para preocupações com o crescimento deverá ser acompanhada por elevada

Recomendamos aumentar o risco de crédito nas carteiras durante 2023, uma vez que os riscos de incumprimento serão provavelmente contidos

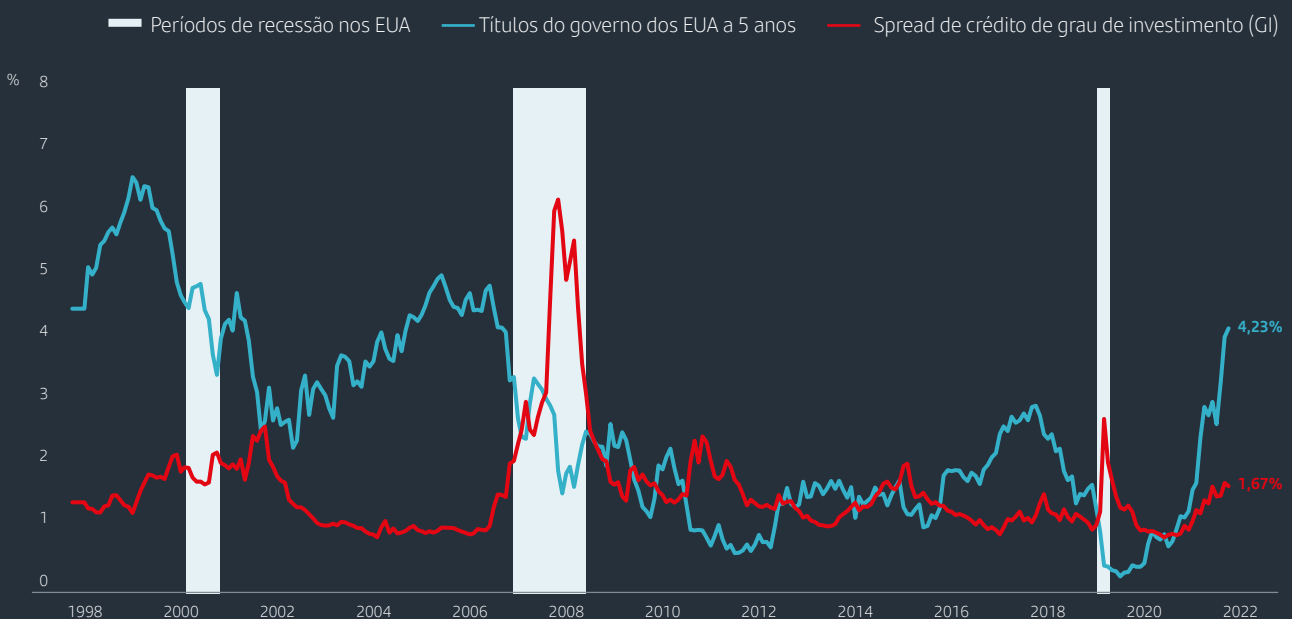
Durante a recessão económica, o investimento em obrigações com a melhor relação risco-retorno é em obrigações de empresas Investment Grade

O momento certo para o posicionamento em obrigações de High Yield e de mercados emergentes estará ligado à mudança de direção da política monetária

A forte reavaliação da taxa de juro e do risco de crédito melhora as perspetivas para as obrigações

Fonte: Bloomberg. Dados de 15/11/2022

Os spreads de crédito podem continuar a aumentar, mas os níveis atuais já valorizam numa recessão moderada



volatilidade até que tenhamos a confiança de uma mudança na visibilidade da política monetária para taxas de juro mais baixas.

Outro fator a considerar no timing de regresso a uma posição em ações em proporções acima do normal é o grau de **ajustamento na avaliação da classe**. No gráfico abaixo, analisamos este ajustamento decompondo a avaliação das ações nos seus dois principais componentes: o nível de resultados e os múltiplos de avaliação dos lucros esperados. A parte superior do gráfico mostra a avaliação histórica do mercado de ações dos EUA como um múltiplo de resultados (relação Preço/Resultados) e como compara com a respetiva média histórica. Podemos ver que, após a correção de preços em 2022, **as ações dos EUA agora estão a ser negociadas em múltiplos de avaliação semelhantes à sua média histórica**. O painel inferior reflete a evolução do crescimento dos resultados e podemos ver que, em momentos de recessão económica (as áreas sombreadas), tende a haver uma contração dos resultados. Vemos mais revisões em baixa nos resultados, expectativas de crescimento como prováveis, em linha com nossas expectativas de desaceleração económica em 2023. **O principal fator por trás de nossa postura conservadora em termos de ações é a percepção de que o ajustamento para baixo nas expectativas de evolução de resultados ainda está incompleto.**

Os mercados acionistas antecipam e eventualmente reagirão positivamente se o progresso no controlo da inflação for confirmado e a política monetária restritiva demonstrar a sua eficácia. À medida que se dê esta validação, procuraremos oportunidades para aumentar a exposição a ações para tirar partido da dinâmica do início do ciclo de recuperação. Um indicador do potencial desempenho das ações daqui em diante é a confiança do consumidor global, que se mostra no gráfico da página seguinte. Este gráfico mostra como **o retorno de 12 meses sobre o investimento em ações é muito elevado nos períodos após a confiança dos consumidores bater no fundo**. O processo inverso é evidente nos retornos após o pico de otimismo dos consumidores.

Além disso, não podemos perder de vista as mudanças estruturais que mencionámos no primeiro capítulo em relação a um novo equilíbrio da inflação em patamares mais elevados. Um cenário futuro

Em meados de 2023, as expectativas de ganhos serão mais realistas e os mercados começarão a olhar para a recuperação, dando aos investidores a oportunidade de aumentar a exposição a ações mais cíclicas

As ações já ajustaram as suas avaliações em baixa, em linha com o novo cenário de taxas de juro

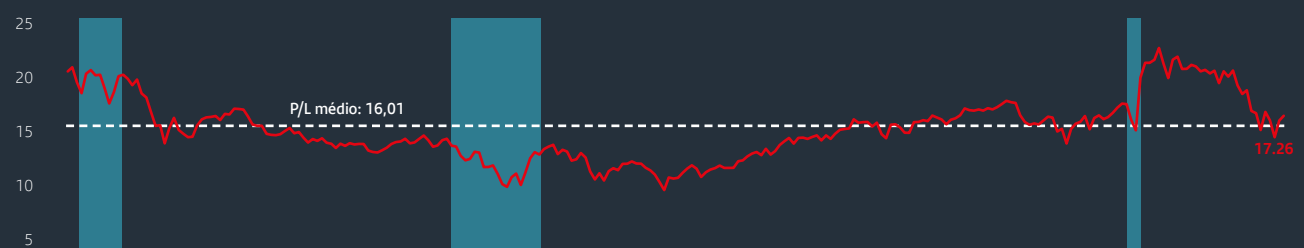
O ajustamento nas expectativas de evolução dos resultados já começou, mas ainda está incompleto

Os múltiplos de ganhos já foram rebaixados como resultado do reajustamento da taxa

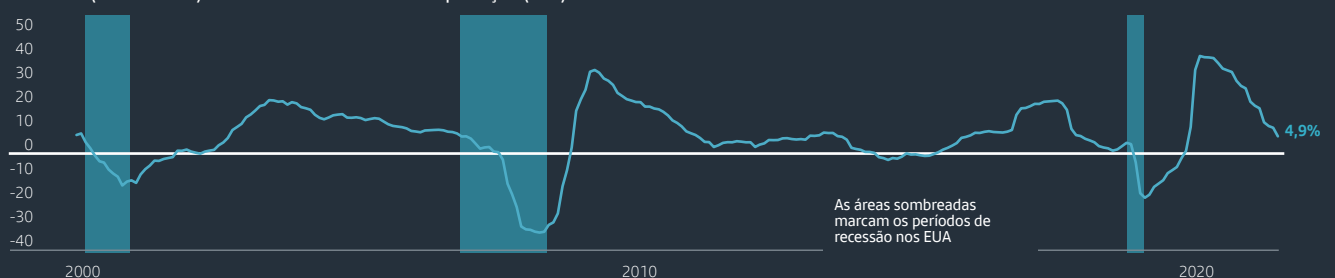
Fonte: Factset. Dados de 31/10/2022

O ajustamento das expectativas de resultados já começou, mas ainda está incompleto

Avaliação múltipla; Relação preço/lucros (P/L) S&P 500 (2000-2022)



S&P 500 (2000-2022) Crescimento dos resultados por ação (EPS)



em que a inflação média se situe acima dos 2% implica a necessidade de aumentar o peso neutro em ativos reais. **Os ativos reais mais representativos são as ações, as infraestruturas e os imóveis, e caracterizam-se pela capacidade que têm de gerar retornos (rendas de casa, dividendos ou comissões) suscetíveis de se ajustarem à inflação.** Embora o posicionamento inicial para este ano seja cauteloso, recomendamos que os investidores com um horizonte temporal de médio prazo mantenham posições em ações. Taticamente, no curto prazo, acreditamos que as obrigações oferecem uma melhor relação risco/retorno potencial, mas com uma visão mais estratégica aproveitaríamos os episódios de volatilidade para aumentar o peso em ações. Durante o ano de 2023, podemos chegar a um ponto em que as más notícias para a economia se tornem em boas notícias para os mercados, trazendo oportunidades potenciais para elevar a exposição a ações para proporções acima do normal. **Num contexto futuro em que a inflação se manterá mais elevada, preferimos retornos reais a retornos nominais e um posicionamento estrutural mais construtivo em ações do que em obrigações.**

O processo de ajustamento será desigual entre setores e geografias, pelo que recomendamos uma **menor exposição a sectores e economias cíclicas** como a Europa onde existe uma maior probabilidade de cenários adversos de crescimento económico e de revisão de resultados em baixa. Os temores relacionados com o impacto do aumento da inflação sobre as despesas discricionárias dos consumidores irão pesar fortemente sobre os retalhistas, e sobre as empresas de viagens, de lazer e de construção civil. No entanto, as despesas entre empresas continuam a ser fortes.

Neste contexto de mercado, procuramos empresas de qualidade com margens resilientes e baixa volatilidade de resultados, pois tendem a ter um desempenho superior em recessões quando os lucros diminuem. **Damos preferência a setores como a saúde, que beneficiam de margens elevadas, forte poder de definição de preços e retornos atrativos para os acionistas. Também favorecemos o estilo de investimento value orientado para empresas com políticas de remuneração acionista generosas pois encontram-se a transacionar a níveis mais atrativos do que as empresas de crescimento.**

Prevemos que os retornos em **investimentos alternativos** nos próximos trimestres não serão imunes ao atual contexto económico e aumento de taxas. Esperamos alguns ajustamentos nas avaliações, porém mais discretos do que os observados em investimentos tradicionais, pois a classe de ativos mostrou uma maior resiliência do que os ativos cotados em deslocamentos anteriores. Como nos episódios anteriores, haverá um elevado nível de dispersão

A experiência adverte-nos contra esperar que a recuperação esteja concluída antes de voltar às ações em proporções acima do normal

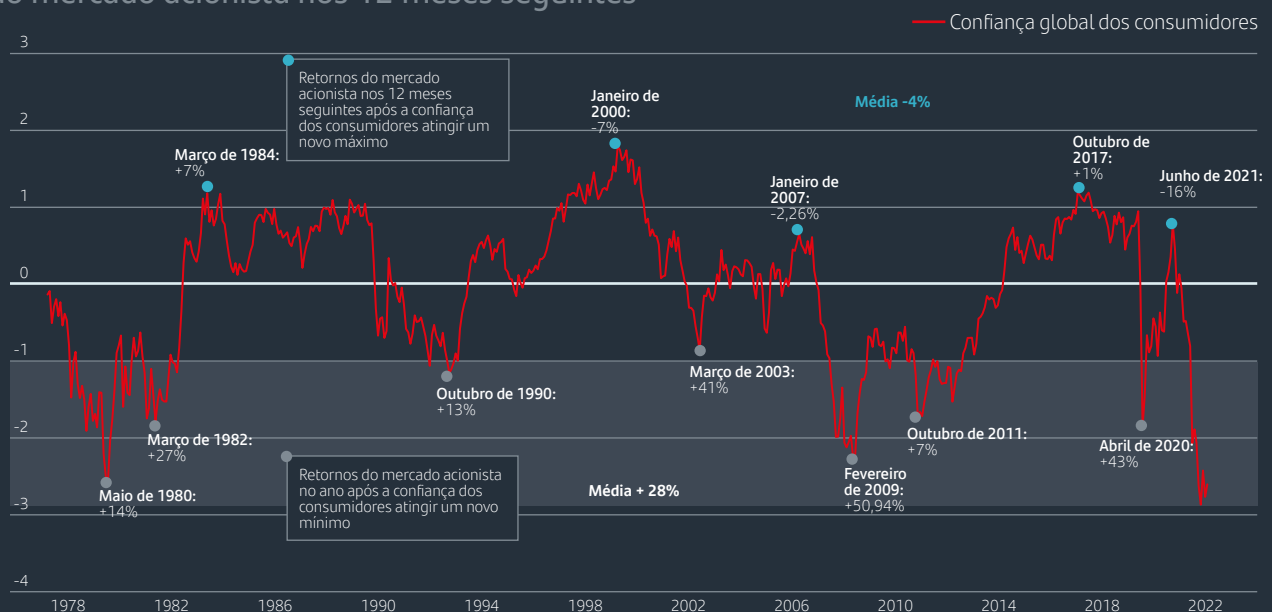
O excessivo pessimismo é um melhor companheiro de viagem para os investidores do mercado acionista do que o excesso de otimismo

Os ativos reais como commodities, ações, imóveis e infraestruturas serão potenciais beneficiários de uma inflação estruturalmente mais elevada

Confiança do consumidor e subsequente desempenho global das ações (MSCI Mundo):

Fonte: Bloomberg e informação interna

Níveis extremamente baixos de confiança no passado viram recuperações significativas do mercado acionista nos 12 meses seguintes



de retorno entre gestores, o que enfatiza a importância de se selecionarem gestores com um forte histórico e com experiência em navegar em ambientes de mercado historicamente desafiantes, e focados essencialmente em estratégias diversificadas. Os veículos privados de ações e de dívida têm níveis recordes de liquidez e podem beneficiar do atual contexto para investir de forma oportunista em empresas com necessidades de liquidez. O mercado de crédito privado, beneficiou em particular, das atuais tendências seculares, sendo que o aumento das taxas impulsionou novos prazos de originação e retornos, enquanto, ao mesmo tempo, os gestores incluíram proteção adicional nos seus acordos para se protegerem de possíveis incumprimentos. **Acreditamos que as estratégias alternativas de investimento mantêm a sua atratividade de longo prazo potenciando a diversificação de risco e a obtenção de retornos diferenciados.** Os anos de abrandamento da economia costumam ser momentos ideais para aumentar o posicionamento e aceder a oportunidades com múltiplos de avaliação mais baixos em mercados secundários, a oportunidades táticas (situações difíceis e especiais), a crédito privado e a estratégias imobiliárias selecionadas.

Os próximos meses exigirão muita atenção sobre os indicadores económicos e capacidade de gestão de riscos, mas este foco no imediato não nos deve fazer esquecer a atratividade de nos posicionarmos em ativos com elevado crescimento futuro. Continuamos a privilegiar **o posicionamento estratégico em temas de inovação.** O contexto atual aponta no sentido do investimento em empresas mais tradicionais e com geração de caixa mais próxima, mas os investidores devem manter um equilíbrio entre a visão de curto prazo e as tendências e oportunidades de longo prazo. A sociedade atual está a passar por um reajustamento não só nas variáveis monetárias, mas também nas prioridades económicas e geopolíticas, e esta **mudança de paradigma está a acelerar as tendências para a inovação em inúmeros campos: transição energética, sustentabilidade alimentar, segurança digital ou inteligência artificial, para citar apenas alguns.** Num contexto de taxas de juro mais estáveis, os investidores voltarão a apostar no potencial das empresas inovadoras em gerarem crescimento independentemente do ciclo. Destacamos em particular o **potencial de crescimento das energias renováveis dada a prioridade de se garantir o abastecimento energético de forma sustentável** a nível global (e de forma acelerada na Europa). A independência energética é agora uma meta estratégica e de segurança para muitos países, bem como um imperativo ambiental para o mundo em geral. A inovação no desenvolvimento de energia limpa ajuda não só nas metas climáticas, mas é agora vista como uma estratégia fundamental para melhorar a segurança energética. Os mercados e as economias mundiais enfrentam grandes desafios mas, como a história tem demonstrado, a capacidade de reajustamento e inovação dos agentes económicos tem-lhes permitido ultrapassar grandes obstáculos, gerando oportunidades de crescimento.

O melhor ponto de entrada em ações privadas é durante os períodos mais desafiantes do ponto de vista económico em que há um ajustamento nos múltiplos de avaliação

O atual cenário de reajustamento não nos deve fazer ignorar o potencial de setores e temáticas de elevado crescimento

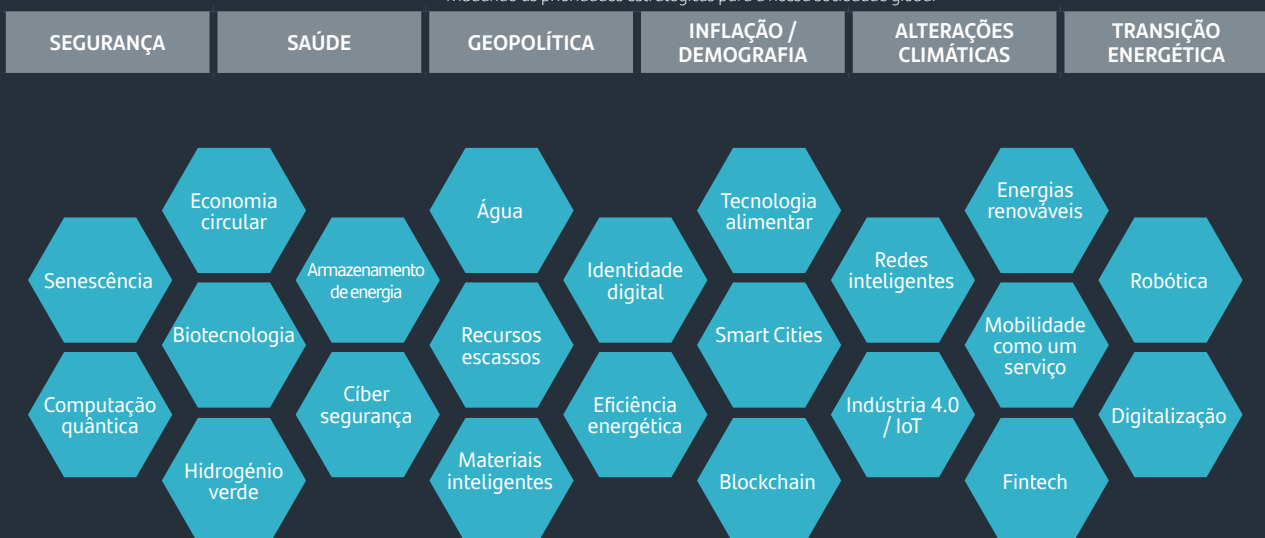
O mundo enfrenta grandes desafios que oferecem oportunidades de investimento em questões de inovação

A sociedade vive novos desafios que implicam um novo equilíbrio de prioridades.

Fonte: Elaboração própria

A interação entre inovação e novas prioridades gera oportunidades de investimento

Mudando as prioridades estratégicas para a nossa sociedade global



Clusters de inovação alinhados com prioridades estratégicas e com elevado potencial de crescimento

Anexo: Quadros

Retornos históricos das principais classes de ativos.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 15/11/2022

	Retorno						Retorno anualizado		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	3 anos	5 anos	10 anos
Curto Prazo (USD) ⁽¹⁾	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,2%	0,6%	1,2%	0,7%
Curto Prazo (EUR) ⁽²⁾	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,1%	-0,4%	-0,4%	-0,2%
Obrigações - Global ⁽³⁾	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-17,2%	-4,6%	-1,7%	-0,5%
Obrigações (USD) ⁽⁴⁾	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,7%	-2,9%	-0,1%	1,0%
Soberano (USD) ⁽⁵⁾	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-8,0%	-1,4%	0,4%	0,6%
Empresas (USD) ⁽⁶⁾	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-16,9%	-2,9%	0,4%	1,8%
Elevado Rendimento (USD) ⁽⁷⁾	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-11,3%	0,7%	2,6%	4,3%
Obrigações (EUR) ⁽⁸⁾	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-15,2%	-5,2%	-1,9%	1,0%
Soberano (EUR) ⁽⁹⁾	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-15,9%	-5,4%	-1,8%	1,3%
Empresas (EUR) ⁽¹⁰⁾	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,2%	-4,1%	-1,5%	1,0%
Elevado Rendimento (EUR) ⁽¹¹⁾	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-11,3%	-1,4%	0,5%	3,7%
Obrigações Global Emergente (USD) ⁽¹²⁾	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-17,8%	-4,3%	-0,8%	1,6%
LatAm (USD) ⁽¹³⁾	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-16,0%	-4,0%	-1,6%	1,2%
MSCI Global (USD)	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	20,1%	-17,1%	5,5%	5,8%	7,9%
S&P 500 (USD)	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%	-16,2%	8,6%	9,3%	11,4%
MSCI Europa (EUR)	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	22,4%	-9,9%	2,2%	2,5%	4,7%
MSCI Mercados Emergentes (USD)	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-4,6%	-22,0%	-2,9%	-2,9%	-0,2%
MSCI Ásia Pac. ex-Japão (USD)	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-18,2%	0,8%	0,6%	4,1%
MSCI América Latina (USD)	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-13,1%	5,5%	-5,8%	-3,4%	-4,4%

⁽¹⁾ Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; ⁽²⁾ Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; ⁽³⁾ Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD; ⁽⁴⁾ Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁵⁾ Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR Index Value Unhedged USD; ⁽⁶⁾ Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁷⁾ Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁸⁾ Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR; ⁽⁹⁾ Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR; ⁽¹⁰⁾ Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EUR; ⁽¹¹⁾ Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate High Yield TR Index Value Unhedged EUR; ⁽¹²⁾ Bloomberg Barclays EM Aggregate Total Return Value Unhedged USD; ⁽¹³⁾ Bloomberg Barclays Emerging Markets LatAm Total Return Value Unhedged USD

Índices de ações.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 15/11/2022

		Último Preço	Variação	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado		
			12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2020	2021	2022	3 anos	5 anos	10 anos
EUA	S&P 500	3.992		1.426		4.766	16,3%	26,9%	-16,2%	8,6%	9,3%	11,4%
	DOW JONES INDUS.	33.593		13.104		36.338	7,2%	18,7%	-7,6%	6,3%	7,6%	10,4%
	NASDAQ	11.358		3.020		15.645	43,6%	21,4%	-27,4%	10,0%	11,1%	14,9%
Europa	Stoxx 50	3.693		2.578		3.818	-8,7%	22,8%	-3,3%	3,4%	3,4%	4,1%
	Zona Euro (EuroStoxx)	3.915		2.603		4.298	-5,1%	21,0%	-8,9%	1,8%	2,0%	4,7%
	Espanha (IBEX 35)	8.188		6.452		11.521	-15,5%	7,9%	-6,0%	-4,0%	-3,9%	0,6%
	França (CAC 40)	6.642		3.641		7.153	-7,1%	28,9%	-7,1%	3,8%	4,6%	7,0%
	Alemanha (DAX)	14.379		7.612		15.885	3,5%	15,8%	-9,5%	2,8%	2,1%	7,4%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.369		5.577		7.749	-14,3%	14,3%	-0,2%	0,3%	0,0%	2,6%
	Itália (MIB)	24.700		15.239		27.347	-5,4%	23,0%	-9,7%	1,5%	2,2%	5,0%
	Portugal (PSI 20)	5.818		3.945		7.608	-6,1%	13,7%	4,5%	3,4%	2,0%	1,1%
	Suíça (SMI)	11.026		6.822		12.876	0,8%	20,3%	-14,4%	2,3%	3,9%	5,3%
LatAm	México (MEXBOL)	51.656		34.555		56.537	1,2%	20,9%	-3,0%	6,0%	1,6%	2,4%
	Brasil (IBOVESPA)	113.161		40.406		126.802	2,9%	-11,9%	8,0%	2,0%	9,8%	7,2%
	Argentina (MERVAL)	155.159		2.854		155.159	22,9%	63,0%	85,8%	69,5%	42,6%	52,2%
	Chile (IPSA)	5.239		3.439		5.855	-10,5%	3,1%	21,6%	2,5%	-0,1%	2,3%
Ásia	Japão (NIKKEI)	27.990		10.395		29.453	16,0%	4,9%	-2,8%	6,3%	4,9%	12,2%
	Hong Kong (HANG SENG)	18.343		14.687		32.887	-3,4%	-14,1%	-21,6%	-11,3%	-8,7%	-1,4%
	Coreia do Sul (KOSPI)	2.480		1.755		3.297	30,8%	3,6%	-16,7%	4,7%	-0,3%	2,9%
	Índia (Sensex)	61.873		18.620		61.981	15,8%	22,0%	6,2%	15,3%	13,6%	12,8%
	China (CSI)	3.866		2.146		5.352	27,2%	-5,2%	-21,7%	-0,1%	-1,0%	5,8%
Mundo	MSCI Global	2.678		1.339		3.232	14,1%	20,1%	-17,1%	5,5%	5,8%	7,9%

Ações por estilo e por sector.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 15/11/2022

	Último Preço	Variação	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado			Rátios	
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2020	2021	2022	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio PE (Cotização/Lucro)	Rendimento de Dividendos
MSCI Global	2.678		1.339		3.232	14,1%	20,1%	-17,1%	5,5%	5,8%	7,9%	16,00	2,16
Estilo													
MSCI - Rendimento de Dividendos Elevados Global	1.327		923		1.447	-3,0%	12,6%	-8,3%	1,0%	2,1%	4,3%	12,84	3,81
MSCI - Dinâmica Global	3.221		1.083		3.978	28,3%	14,6%	-17,7%	7,9%	9,1%	12,0%	12,03	2,87
MSCI - Qualidade Global	3.233		1.092		4.058	22,2%	25,7%	-20,3%	8,6%	10,4%	11,9%	19,38	1,81
MSCI - Volatilidade Mínima Global	4.224		1.909		4.730	2,6%	14,3%	-10,7%	2,3%	5,4%	8,5%	18,04	2,43
MSCI - Valor Mundial	11.072		5.496		11.827	-1,2%	21,9%	-6,4%	5,1%	5,1%	8,0%	12,11	3,22
MSCI - Pequena Capitalização Global	584		256		705	16,0%	15,8%	-16,1%	5,6%	5,3%	9,5%	16,09	2,18
MSCI - Crescimento Global	7.242		2.627		9.693	33,8%	21,2%	-25,3%	8,0%	9,5%	11,4%	24,43	1,02
Sector													
Energia	473		164		473	-31,5%	40,1%	54,1%	-0,5%	-0,7%	0,1%	7,54	3,73
Materiais	520		229		590	19,9%	16,3%	-9,4%	13,0%	8,7%	7,5%	11,12	3,79
Industriais	446		195		509	11,7%	16,6%	-12,5%	9,4%	8,5%	11,0%	17,34	2,14
Consumo Discricionário	430		158		595	36,6%	17,9%	-27,6%	18,6%	15,4%	15,1%	20,77	1,37
Bens de Primeira Necessidade	426		210		465	7,8%	13,1%	-8,2%	7,8%	7,2%	8,7%	19,82	2,62
Cuidados de Saúde	478		158		518	13,5%	19,8%	-7,7%	12,8%	12,1%	13,2%	17,11	1,73
Financeiros	233		113		263	-2,8%	27,9%	-9,5%	8,7%	6,4%	9,5%	12,20	3,15
Tecnologias de Informação	509		105		682	43,8%	29,8%	-25,4%	25,3%	22,1%	21,3%	23,05	1,02
Imobiliário	392		260		517	-5,0%	28,7%	-24,1%	7,6%	7,3%	7,7%	22,72	3,92
Serviços de Comunicações	135		86		220	23,0%	14,4%	-33,7%	12,9%	11,6%	9,4%	15,29	1,60
Água, Gás, Eletricidade	300		156		331	4,8%	9,8%	-8,2%	6,3%	6,7%	8,2%	17,69	3,62

Títulos da Dívida Pública

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 15/11/2022

	Classificação (S&P)	10 anos										Inclinação da curva de rendimento 10-2 anos
		Taxa de juro			Variação	Últimos 10 anos			Variação nas taxas de juro (pb) 10 anos			
		Banco C.*	2 anos	10 anos	12 meses	Baixo	Intervalo	Elevada	Acumulado Mês do Ano	Em termos anuais		
Desenvolvido												
EUA	AA+	3,25%	4,34%	3,77%		0,53%		4,05%	-28	226	233	-0,57
Alemanha	AAA	0,75%	2,17%	2,11%		-0,70%		2,14%	-3	229	246	-0,06
França	AA	0,75%	2,22%	2,60%		-0,40%		2,72%	-8	240	259	0,38
Itália	BBB	0,75%	2,71%	4,06%		0,54%		4,76%	-24	289	309	1,35
Espanha	A	0,75%	2,42%	3,12%		0,05%		5,27%	-10	256	273	0,71
Reino Unido	AA	2,25%	3,10%	3,30%		0,10%		4,09%	-22	232	249	0,19
Grécia	BB	0,75%	n.d.	4,27%		0,61%		15,42%	-35	293	301	n.d.
Portugal	BBB	0,75%	2,29%	3,05%		0,03%		7,01%	-10	258	272	0,75
Suíça	AAA	0,50%	0,75%	1,04%		-1,05%		1,19%	-8	120	130	0,29
Polónia	A-	6,75%	6,96%	6,96%		1,15%		8,34%	-138	331	388	0,00
Japão	A+	-0,10%	-0,05%	0,25%		-0,27%		0,86%	0	17	19	0,30
Mercados Emergentes												
Brasil	BB-	13,75%	13,15%	12,90%		6,49%		16,51%	102	206	160	-0,25
México	BBB	8,50%	9,80%	9,16%		4,49%		9,85%	-69	159	164	-0,64
Chile	A	10,75%	6,84%	6,60%		2,19%		6,79%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	CCC+	75,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB+	9,00%	11,99%	13,16%		4,85%		13,79%	-63	497	n.d.	1,17
Turquia	B+	12,00%	12,98%	n.d.		6,21%		23,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Rússia	BBB-	7,50%	n.d.	n.d.		5,55%		15,99%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
China	A+	2,78%	2,16%	2,82%		2,51%		4,58%	17	5	-4	0,66
Índia	BBB-	5,40%	6,85%	7,26%		5,84%		8,86%	-18	81	93	0,41

* Linha de crédito do Banco Central, exceto nos países da Zona Euro, onde é usada a linha de depósitos marginal.

Moedas.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 15/11/2022

	Último Preço	Varição	Últimos 10 anos			Retorno anualizado			
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2022	3 anos	5 anos	10 anos
EUR / USD	1,0349		0,98		1,39	-9,0%	-2,2%	-2,6%	-2,1%
EUR / GBP	0,87		0,70		0,92	-3,5%	0,6%	-0,5%	0,8%
EUR / CHF	0,98		0,97		1,24	6,2%	3,8%	3,6%	2,1%
EUR / JPY	144		114		148	10,1%	-5,9%	-1,5%	-3,4%
EUR / PLN	4,73		4,04		4,86	-3,1%	-3,3%	-2,1%	-1,3%
GBP / USD	1,19		1,12		1,71	-12,3%	-2,7%	-2,1%	-2,8%
USD / CHF	0,94		0,88		1,03	-3,3%	1,6%	0,9%	0,0%
USD / JPY	139		87		149	-17,4%	-7,9%	-4,0%	-5,4%
USD / MXN	19,37		12,13		24,17	6,0%	-0,3%	-0,2%	-3,7%
USD / ARS	162,12		4,92		162,12	-36,6%	-28,3%	-35,9%	-29,7%
USD / CLP	887		471		969	-4,0%	-4,3%	-6,6%	-5,9%
USD / BRL	5,33		1,98		5,75	4,7%	-7,7%	-9,0%	-9,0%
USD / COP	4.859		1.763		4.940	-16,0%	-11,0%	-9,1%	-9,4%
USD / CNY	7,05		6,05		7,31	-9,8%	-0,2%	-1,2%	-1,2%
EUR / SEK	10,85		8,37		10,93	-5,1%	-0,6%	-1,8%	-2,3%
EUR / NOK	10,35		7,34		11,48	-3,1%	-1,0%	-1,4%	-3,4%

Commodities.

Fonte: Bloomberg e Santander.

	Último Preço	Varição	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2020	2021	2022	3 anos	5 anos	10 anos
Petróleo Bruto (Brent)	93,4		21		120	-23,0%	51,4%	20,6%	13,5%	15,3%	-5,1%
Petróleo Bruto (W. Texas)	86,9		19		115	-20,5%	58,7%	12,9%	14,6%	16,0%	0,2%
Ouro	1.776,8		1.060		1.971	24,4%	-3,5%	-2,8%	6,6%	11,5%	0,9%
Cobre	8.376,5		4.561		10.375	25,8%	25,2%	-13,8%	12,7%	7,4%	3,1%
Índice CRB	284,4		117		317	-9,7%	38,5%	22,4%	16,3%	14,6%	-1,1%
Rogers Internacional	6,0		3		9	4,1%	47,7%	51,5%	31,4%	25,5%	-2,6%
Feijão de soja	124,1		15		244	-8,8%	296,1%	89,7%	87,9%	91,1%	n.d.

"Tabela periódica" de retorno sobre ativos

Classe de Ativos	Índice de Referência	Retornos do Ano Civil										
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*
Ações dos EUA	S&P 500 TR	20,9% Ações do Japão	54,4% Ações do Japão	16,7% Governo de Espanha	12,1% Ações do Japão	14,8% Elevado Rendimento Global	37,3% Ações de Mercados Emergentes	2,6% Governo de Espanha	31,5% Ações dos EUA	18,4% Ações dos EUA	38,5% Commodities	24,2% Commodities
Ações do Japão	TR Topix	19,3% Elevado Rendimento Global	32,4% Ações dos EUA	13,7% Ações dos EUA	6,4% Ações da Europa	12,0% Ações dos EUA	22,4% Ações Globais	2,4% Governo da Zona Euro	28,2% Ações da Europa	18,3% Ações de Mercados Emergentes	28,7% Ações dos EUA	1,1% Ações do Japão
Ações de Espanha	TR Ibex35	18,22% Ações de Mercados Emergentes	27,8% Ações de Espanha	10,3% Governo da Zona Euro	1,6% Governo de Espanha	11,2% Ações de Mercados Emergentes	22,2% Ações do Japão	-0,4% Liquidez	27,7% Ações Globais	15,9% Ações Globais	23,2% Ações da Europa	-0,1% Liquidez
Ações de Mercados Emergentes	MSCI ME TR	18,1% Ações da Europa	26,7% Ações Globais	10,3% Ações do Japão	1,4% Ações dos EUA	9,7% Commodities	21,8% Ações dos EUA	-1,2% GI da Europa	18,4% Ações de Mercados Emergentes	8,0% Elevado Rendimento Global	21,8% Ações Globais	-2,9% Ações de Espanha
Ações da Europa	TR Eurostoxx50	16,0% Ações dos EUA	21,5% Ações da Europa	8,6% Ações de Espanha	0,3% Governo da Zona Euro	7,5% Ações Globais	11,3% Ações de Espanha	-3,3% Elevado Rendimento Global	18,1% Ações do Japão	7,4% Ações do Japão	12,7% Ações do Japão	-6,7% Ações da Europa
Commodities	Índice de Retorno Total RJ/CRB	15,8% Ações Globais	11,0% Governo de Espanha	8,3% GI da Europa	-0,1% Liquidez	4,8% GI da Europa	10,2% Elevado Rendimento Global	-4,4% Ações dos EUA	16,6% Ações de Espanha	4,4% Governo de Espanha	10,8% Ações de Espanha	-13,7% GI da Europa
Ações Globais	MSCI TR Global	13,2% GI da Europa	8,0% Elevado Rendimento Global	4,9% Ações Globais	-0,5% GI da Europa	4,2% Governo de Espanha	9,2% Ações da Europa	-8,7% Ações Globais	13,7% Elevado Rendimento Global	3,0% Governo da Zona Euro	1,4% Ações de Rendimento Global	-14,6% Elevado Rendimento Global
GI da Europa	TR ERLD	5,5% Governo de Espanha	2,3% GI da Europa	4,0% Ações da Europa	-0,9% Ações Globais	4,0% Governo da Zona Euro	2,5% GI da Europa	-10,7% Commodities	11,8% Commodities	2,7% GI da Europa	-0,5% Liquidez	-15,0% Governo de Espanha
Liquidez EUR	TR Eonia	4,6% Governo da Zona Euro	0,1% Liquidez EUR	0,1% Liquidez EUR	-3,5% Ações de Espanha	3,7% Ações da Europa	1,7% Commodities	-11,5% Ações de Espanha	8,6% Governo de Espanha	-0,5% Liquidez	-1,1% GI da Europa	-15,1% Ações dos EUA
Elevado Rendimento Global	TR HW00	2,8% Ações de Espanha	-2,3% Governo da Zona Euro	-0,1% Elevado Rendimento Global	-4,2% Elevado Rendimento Global	2,6% Ações de Espanha	1,1% Governo de Espanha	-12,0% Ações da Europa	6,3% GI da Europa	-3,2% Ações da Europa	-2,50% Ações de Mercados Emergentes	-15,4% Governo da Zona Euro
Governo de Espanha	ESPAÑHA 10 ANOS	0,2% Liquidez EUR	-2,6% Ações de Mercados Emergentes	-2,2% Ações de Mercados Emergentes	-14,9% Ações de Mercados Emergentes	0,3% Ações do Japão	-0,4% Liquidez	-14,6% Ações de Mercados Emergentes	3,0% Governo da Zona Euro	-9,3% Commodities	-2,7% Governo da Zona Euro	-15,9% Ações Globais
Governo da Zona Euro	ALEMANHA 10 anos	-3,3% Commodities	-5,0% Commodities	-17,9% Commodities	-23,4% Commodities	-0,3% Liquidez	-1,4% Governo da Zona Euro	-16,0% Ações do Japão	-0,4% Liquidez	-12,7% Ações de Espanha	-3,1% Governo de Espanha	-20,03% Ações de Mercados Emergentes

* Dados de 15/11/2022

Os índices de retorno total registam tanto os ganhos de capital como quaisquer distribuições de liquidez, como dividendos ou juros, atribuídos aos componentes do índice.

Equipa Global Especialização em investimentos no Santander Gestão de Património e Seguros



 Jacobo Ortega

 Mario Felisberto

 Rafael Buerba

 Szymon Borawski-Reks

 Diego Ceballos

 Cristian Brau

 José Mazoy

 Haydn Davies

 Francisco Simón, CFA

 Delfina Pérez, CIAA

 Agustín Carles, CFA




 Álvaro Galiñanes, miAX, CEFA

 Alfonso García Yubero, CIAA, CESGA®, CEFA

 Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro

 Isidro Fernandez

 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 José Rodríguez, CFA

 Michelle Chan

 Gustavo Schwartzmann

 Christiano Clemente

 Priscila Deliberalli

 Christian Pieck

 Pablo Figueroa

 Bruno Almeida

 Carlos Mansur

 Dolores Ybarra

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

Aviso Legal Importante:

O presente relatório foi elaborado pela Divisão de Gestão de Patrimônio e Seguros do Santander, uma unidade de negócios global do Banco Santander S. A. (a divisão "WMI", em conjunto com o Banco Santander, S. A. e as suas afiliadas, será doravante denominado como "Santander"). Este relatório contém previsões econômicas e informações recolhidas de diversas fontes. As informações contidas neste relatório também podem ter sido obtidas de terceiros. Todas estas fontes são por nós consideradas dignas de crédito, embora a precisão, integridade ou atualização dessas informações não sejam garantidas, seja implícita ou explicitamente, e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Quaisquer opiniões contidas neste relatório não podem ser consideradas irrefutáveis e podem diferir ou ser, de alguma forma, inconsistentes ou contrárias às opiniões expressas, seja verbalmente ou por escrito, ou aos conselhos ou às decisões de investimento tomadas por outras áreas do Santander.

Este relatório não se destina a ser e não deve ser interpretado em relação a um objetivo de investimento específico. Este relatório é publicado apenas com fins informativos. Este relatório não constitui um conselho de investimento, uma oferta ou solicitação para comprar ou vender ativos, serviços, contratos financeiros ou outro tipo de contratos, ou outros produtos de investimento de qualquer tipo (coletivamente denominados "Ativos Financeiros"), e não deve ser tido como a única base para avaliar ou apreciar Ativos Financeiros. De igual modo, a distribuição deste relatório a um cliente, ou a um terceiro, não deve ser considerada como uma prestação ou oferta de serviços de consultoria de investimento.

O Santander não oferece qualquer garantia em relação a quaisquer previsões ou opiniões de mercado, ou em relação aos Ativos Financeiros mencionados neste relatório, inclusive no que diz respeito ao seu desempenho atual ou futuro. O desempenho passado ou presente de quaisquer mercados ou Ativos Financeiros pode não ser um indicador do desempenho futuro de tais mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos neste relatório podem não ser elegíveis para venda ou distribuição em certas jurisdições ou a certas categorias ou tipos de investidores.

Exceto quando expressamente previsto nos documentos legais de um Ativo Financeiro específico, os Ativos Financeiros não são, e não serão, assegurados ou garantidos por qualquer entidade governamental, incluindo a Federal Deposit Insurance Corporation. Os Ativos Financeiros não são uma obrigação ou garantia do Santander e podem estar sujeitos a riscos de investimento, incluindo, entre outros, a riscos de mercado e de câmbio, riscos de crédito, riscos de emissor e de contraparte, riscos de liquidez e possível perda do capital investido. Em relação aos Ativos Financeiros, recomenda-se aos investidores que consultem os seus consultores financeiros, jurídicos, fiscais e outros que considerem necessários para determinar se os Ativos Financeiros são adequados com base nas circunstâncias particulares e na situação financeira de tais investidores. O Santander, os seus respetivos diretores, executivos, advogados, colaboradores ou agentes não assumem qualquer responsabilidade de qualquer tipo por qualquer perda ou dano relacionado com ou decorrente do uso ou de se confiar na totalidade ou em qualquer parte deste relatório.

A qualquer momento, o Santander (ou os seus colaboradores) podem ter posições alinhadas ou contrárias ao que é declarado neste documento em relação aos Ativos Financeiros, ou negociar como mandante ou mandatário em relação aos Ativos Financeiros relevantes ou fornecer consultoria ou outros serviços ao emissor de Ativos Financeiros relevantes ou a uma empresa ligada a um emissor dos mesmos.

As informações contidas nesta apresentação são confidenciais e pertencem ao Santander. Este relatório não pode ser reproduzido, seja na totalidade ou parcialmente, ou posteriormente distribuído, publicado ou referido de qualquer forma a qualquer pessoa, nem as informações ou opiniões nele contidas podem ser referidas sem, em cada caso, o consentimento prévio por escrito da WMI.

Qualquer material de terceiros (incluindo logotipos e marcas comerciais), seja literário (artigos / estudos / relatórios / etc. ou trechos dos mesmos) ou artístico (fotos / gráficos / desenhos / etc.) incluído neste relatório / publicação, está registado em nome dos seus respetivos proprietários e é apenas reproduzido de acordo com práticas honestas em questões industriais ou comerciais.



Em colaboração com

